

LE
SYSTÈME MONÉTAIRE
ET LE
CHANGE ANGLAIS
DEPUIS LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 3 Février 1921, à 2 heures

PAR

ALFRED MAWAS

Président : M. RIST, professeur.

Suffragants { MM. ALLIX, professeur.
GERMAIN MARTIN, chargé de cours.

PARIS

ANCIENNEMENT M. GIARD ET É. BRIÈRE

MARCEL GIARD & C^{ie}, Successeurs

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

1921

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni
improbation aux opinions émises dans les thèses :
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

LE
SYSTÈME MONÉTAIRE
ET LE
CHANGE ANGLAIS
DEPUIS LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Samedi 5 Février 1921, à 2 heures

PAR

ALFRED MAWAS



Président : M. RIST, *professeur.*
Suffragants { MM. ALLIX, *professeur.*
GERMAIN MARTIN, *chargé de cours.*

PARIS

ANCIENNEMENT M. GIARD ET É. BRIÈRE

MARCEL GIARD & C^{ie}, SUCCESEURS

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

1921

INTRODUCTION

Ce n'est pas sans quelque appréhension que nous publions cette étude sur le cours forcé en Angleterre depuis la guerre. Certes, le sujet, en lui-même, est du plus haut intérêt.

A une époque comme celle-ci, où le papier-monnaie, autrefois confiné à quelques nations prodigues, tend à devenir le régime monétaire normal de presque tout l'univers, on est toujours sûr de trouver un public bien disposé quand on lui parle de cours forcé. Nous trouvons même que les économistes auraient plutôt tendance à abuser de cette bienveillance et qu'ils risquent fort de la perdre si l'avalanche d'écrits financiers et monétaires continue à la vitesse actuelle. Nous nous excusons, à l'avance, auprès des économistes qui viendront après nous, d'avoir contribué par cet ouvrage, et sans le vouloir (qu'on veuille bien nous croire), à la fatigue du public. Nous nous en excusons surtout auprès de ce dernier.

Mais si l'intérêt de cette étude est grand et actuel, il serait vain de s'attendre à ce que les résultats auxquels

nous serons arrivés, soient en proportion quelconque de l'importance du sujet. On a été, de tout temps, peu documenté sur les opérations traitées sur les grands marchés financiers : la haute finance, comme sa sœur préférée, la diplomatie, s'accommodant fort bien de la pénombre. L'intervention incessante de l'Etat sur les marchés, depuis la guerre, a encore exagéré cette tendance. Certains documents qui étaient régulièrement livrés au public avant la guerre, ne le sont plus, depuis ; d'autres continuent bien à paraître, mais ce sont, volontairement ou non, de véritables logogriphes financiers dont l'interprétation est souvent difficile et toujours hasardeuse. Quoi d'étonnant alors, si les spécialistes les plus avisés diffèrent d'opinion sur la même question ! Souvent aussi, et en Angleterre plus qu'ailleurs, une institution se transforme insensiblement, en arrive à changer de nature sans que l'on puisse dire, faute d'indications précises, à quel moment ce changement a pu avoir lieu. Bien malin qui nous dira quand, exactement, l'Angleterre commença à être sous le régime du cours forcé ! Toute la politique de convertibilité du billet de la Banque d'Angleterre, et, par conséquent, des *currency notes*, en or, avant l'embargo sur les exportations de ce métal reste dans le vague, alors qu'une simple déclaration des autorités aurait suffi à éclairer ce point important.

On ne peut que regretter aussi, la non-publication des mouvements des métaux précieux qui ont eu lieu pendant la période agitée de la guerre sous-marine ; etc.

Faute donc de renseignements sûrs, de source autorisée, publique ou privée, on est obligé de recourir aux renseignements éparpillés dans les différents journaux financiers, dans les tracts publiés au jour le jour, les discours des banquiers et hommes politiques, etc., etc. Il faut les soumettre à un triage nécessaire, à une interprétation systématique qui n'est pas sans danger de déformation. Cet écueil, nous nous sommes efforcés de l'éviter ; on jugera si nous y avons toujours réussi.

Mais la difficulté d'obtenir une documentation sûre, n'est pas la seule que nous ayons rencontrée. Après tout nous ne sommes encore, hélas ! qu'au début de la période du cours forcé. Jusqu'ici, en somme, nous avons assisté à une hausse presque ininterrompue des prix, coïncidant, en gros, avec une dépréciation graduelle du change, le tout accompagné d'une inflation monétaire et bancaire. A peine si nous assistons, depuis quelques mois, à une baisse dont on ne saurait dire si elle sera passagère, ou si elle se maintiendra longtemps. Venons-nous de traverser un point d'inflexion caractéristique de la courbe de la dépréciation ? On ne peut encore se prononcer. On comprendra, dans ces conditions, ce que peut avoir d'aléatoire et de forcément provisoire, un travail comme celui-ci. On ne peut juger de l'importance relative d'une partie de la courbe de la dépréciation, d'un mouvement de hausse ou de baisse, que si on les situe dans l'ensemble. Et cela ne sera possible que dans quelques années.

Enfin, il est actuellement impossible d'étudier le sys-

tème monétaire d'un pays, dans son ensemble, et surtout son change, sans se voir obligé d'étudier les systèmes monétaires des autres pays. Cette étude, si elle devait être minutieuse, dépasserait les forces d'un travailleur isolé ; en tous cas, elle demandera toute une vie d'homme pour être menée à bien. Avant la guerre, lorsqu'il y avait des pays soumis à l'étalon d'or, lorsque surtout, cet étalon était stable, il suffisait, pour étudier la dépréciation d'un papier-monnaie, de l'étudier par rapport à une monnaie d'or quelconque. On comparait la lire, la peseta, ou la drachme au franc, les monnaies sud-américaines et les monnaies d'argent à la livre sterling. Grâce à l'arbitrage, en étudiant les fluctuations d'une monnaie de papier par rapport à une monnaie d'or quelconque, on avait, du même coup les fluctuations de cette monnaie relativement à tous les autres systèmes monétaires.

Il en va tout autrement depuis la guerre. Certains pays ont nettement déclaré le cours forcé, d'autres ont simplement défendu l'exportation de l'or, d'autres en ont défendu l'importation, d'autres enfin, quoiqu'en bien plus petit nombre, sont restés fidèles à l'étalon d'or. Ces derniers, d'ailleurs, grâce à la protection effective d'une balance des comptes fortement créditrice, n'ont pas su ou pu résister aux tentations de l'inflation. L'or, submergé par ce flot de papier-monnaie, a été refoulé vers certaines contrées, où son utilité ne pouvait que décroître, de sorte que sa valeur a diminué de moitié depuis la guerre. En cela, sa nature participe actuelle-

ment de celle du papier-monnaie. Il ne faut pas oublier aussi que pendant la guerre et même depuis (centrales de devises, interdiction d'exportation des capitaux, etc.), l'arbitrage se fait d'une manière assez imparfaite. Dans ces conditions, pour avoir une image exacte des fluctuations d'une devise, il faudrait l'étudier par rapport aux principales autres devises. En outre, il faut toujours avoir dans l'esprit le fait que ces devises, même celles qui sont au pair de l'or, dollar ou yen, ne sont pas stables comme l'était relativement l'or; elles sont elles-mêmes sujettes à des fluctuations de valeurs qui leur sont propres.

Il y a cependant une considération qui permet de simplifier cette étude. Pour chaque devise, il existe un centre directeur, situé dans un autre pays financièrement plus important, par l'intermédiaire duquel se font tous les règlements pour le compte des autres pays. Pour Paris, c'est Londres qui joue ce rôle, pour la Belgique, c'est Paris, etc. Les cours du franc belge par rapport au sterling ne sont pas cotés directement, mais en prenant en considération le cours du franc français en sterling et le cours du change de Bruxelles sur Paris. M. M. Ansiaux (1) a fort bien expliqué cette domination, en quelque sorte, des cours français sur les cours du franc belge.

Il suffit donc pour étudier les cours du change d'une monnaie dépréciée de l'étudier par rapport à la monnaie

(1) *The belgian exchange since the war. Econ. Journ.*, juin 1920, pp. 196 et ss.

de son centre financier directeur. On a ainsi la clef de ses fluctuations par rapport aux autres monnaies. Et telle est la puissance financière de Londres que, malgré la guerre, malgré le cours forcé du sterling, elle reste encore le centre directeur, le *clearing house* de toutes les devises importantes de l'univers. Nous croyons que la tendance actuellement est vers le retour de Londres vers sa place incontestée d'avant guerre. Les cours d'une devise quelconque ne sont plus cotés, comme on aurait pu s'y attendre, *directement* en considération de sa valeur par rapport à l'or, le dollar par exemple, mais *indirectement* et par l'intermédiaire de sa valeur en livre sterling (1).

Mais si Londres est le centre directeur des principaux pays, le change le plus important du point de vue anglais est incontestablement le change sur New-York. Aussi, c'est celui que nous avons eu spécialement en vue au cours de cette étude.

Nous n'avons pas caché, au cours des pages qui suivront, notre préférence marquée pour la théorie quantitative, sous une forme ou sous une autre, comme pouvant seule expliquer les phénomènes monétaires.

(1) C'est l'avis de M. *Otto H. Kahn*, le célèbre banquier américain. « Ainsi, dit-il, en se basant sur les faits actuels, et à moins d'un changement radical, — changement que rien ne fait prévoir — l'affirmation, si souvent répétée, que nous (les Américains) sommes en train de prendre la place de l'Angleterre, comme le centre financier mondial, est vaine... La position traditionnelle de l'Angleterre est la résultante des facteurs géographiques, économiques, psychologiques, des qualités de la race, et de l'expérience séculaire. » *Times*, 16 sept. 1920.

Elle joue, en tous cas, et de la manière la plus utile, le rôle d'hypothèse provisoire dans la recherche économique. L'examen des faits, peut amener à préciser les conditions de son application, à atténuer certaines de ses affirmations, à tenir compte des périodes de transition d'un équilibre à un autre ; il ne nous a pas conduit à son rejet total.

La meilleure preuve de sa vérité c'est que si les gouvernements avaient agi, dans la mesure du possible, pendant la guerre et depuis l'armistice, conformément à son enseignement, le monde ne se trouverait pas dans l'état de gâchis financier dans lequel il se débat actuellement, avec je ne sais combien d'Etats en banqueroute déclarée ou virtuelle. On a hésité, sous prétexte de soutenir le moral, à attaquer le problème de la mobilisation financière, de face, comme on le fit pour la mobilisation militaire. Une guerre de courte durée, comme celle de 1870, aurait pu être financée sans grand danger au moyen d'une inflation monétaire ou bancaire, mais on aurait dû se rendre compte qu'une guerre de trois, quatre, cinq années (comme on s'accordait à la prévoir) ne pouvait être financée en suivant ce qu'on croyait être la ligne de moindre résistance, sans risque d'amener de graves perturbations économiques et sociales. En tous cas, la théorie quantitative était là pour le leur rappeler. Ils n'ont pas pu ou su suivre son enseignement. Et les perturbations sont venues : nous les subissons en ce moment.

Nous ne sommes pas au bout de nos peines, car l'in-

flation est un mal dont le remède est aussi dangereux que le mal lui-même. Le processus de la déflation est très douloureux ; c'est l'arrêt des transactions, le ralentissement de la production, le chômage, d'autant plus cruel qu'il atteint souvent d'anciens combattants, etc. Puisse-t-on ne pas trop brusquer les choses, mais, puisse-t-on aussi et surtout ne pas perdre de vue que la seule alternative à la déflation est la dépréciation continue qui mène à la dislocation totale des relations monétaires et l'effondrement du système économique.

Nous dirons enfin un mot sur le plan que nous avons voulu suivre. Nous avons cru indispensable avant d'aborder l'étude du système monétaire anglais pendant la guerre de donner un aperçu théorique des questions du change, en insistant surtout sur la valeur du papier-monnaie et les différentes explications qui en ont été données. Ce sera l'objet du livre premier.

Puis nous avons consacré le second livre à une étude de la crise du début de la guerre. Pour cela, nous avons été amenés à décrire, préalablement, le fonctionnement du marché monétaire anglais en temps normal.

Le livre troisième est consacré à une étude descriptive des mouvements du change pendant la guerre et depuis l'armistice et de la politique régulatrice suivie par le gouvernement anglais.

Enfin, dans un quatrième et dernier livre, nous

avons essayé, dans la limite de la documentation à notre disposition, une étude statistique du change et du mouvement de la balance commerciale d'une part, du change et des prix de l'autre ; nous avons ensuite essayé de comparer les changes et les prix à la masse de crédit bancaire créé et de papier mis en circulation. Un dernier chapitre est consacré à la politique de l'or.

Nous nous sommes surtout attachés à étudier les phénomènes purement monétaires ; nous n'avons touché aux finances publiques, l'organisation de la Bourse et des banques que dans la mesure strictement commandée par notre sujet.

Nous n'avons pas aussi envisagé dans les pages qui suivront, les conséquences sociales de l'inflation et de la hausse des prix.

C'est pour nous un agréable devoir que de remercier, au début de ce travail, nos maîtres de la Faculté de Droit. Nos remerciements iront tout spécialement à notre éminent maître, M. le professeur Charles Rist qui nous a guidé de ses conseils et honoré de son amitié.

Le sujet de ce travail nous a été suggéré par son enseignement. Il a bien voulu lui porter de l'intérêt, et c'est à ses critiques avisées que nous devons d'avoir évité des erreurs et réparé des omissions. Nous sommes heureux de lui témoigner ici notre vive reconnaissance.

LIVRE I

ESSAI THÉORIQUE SUR LE CHANGE ET LA VALEUR DU PAPIER-MONNAIE

CHAPITRE PREMIER

LE CHANGE ET LA BALANCE DES COMPTES

SOMMAIRE. I. — Définition du change et de la lettre de change.

La balance du commerce et la balance des comptes. Les éléments principaux de la balance des comptes : balance commerciale proprement dite, mouvements des capitaux à long terme. Les valeurs mobilières. Leur importance dans l'économie moderne. Les arbitrages.

II. — Les mouvements internationaux de l'épargne à court terme, New-York, Paris et Londres. Technique de ces prêts.

III. — Les autres éléments de la balance des comptes : frêts maritimes et terrestres, commissions bancaires ou autres, assurances, voyageurs, etc., etc.

IV. — La balance des comptes est essentiellement mobile et change constamment de signe. Il faut renoncer à la saisir dans ses transformations incessantes et choisir une unité de temps au cours de laquelle on supposera la balance comme fixe. Cette unité sera l'année.

V. — Le change nait de tout transfert de capitaux dans l'espace. Dans l'état actuel du monde économique, toute opération de transfert de capitaux se double généralement d'une opération de change de monnaie.

Une des plus grosses difficultés de l'étude des phénomènes économiques vient de ce que la science se sert des mêmes termes qui sont en usage dans la pratique

journalière des affaires, ou même, tout simplement, dans la vie courante. Les mêmes mots, grâce à une adaptation de tout instant, à la réalité mouvante, en viennent peu à peu à perdre leur signification primitive, et arrivent à désigner des objets, des situations, etc., qui, tout en ayant entre eux un certain caractère commun, n'en sont pas moins différents. La pratique profite de cette transformation, de cette élasticité de son langage; ce n'est qu'à cette condition qu'il est un instrument nécessaire en vue de l'action. Par contre l'étude objective ne peut se contenter de concepts vagues; c'est la condition primordiale de toute science que de définir avec précision les termes dont elle se sert.

Cette difficulté se rencontre à chaque pas en économie politique; elle est commune à toutes les sciences sociales d'ailleurs.

Les exemples abondent, et le sujet qui va nous occuper va nous en offrir, malheureusement, un de très caractéristique. Comme le fait remarquer Goschen (1) « l'expression « le change étranger » est vague et ambiguë parce qu'on l'emploie le plus fréquemment pour désigner le taux auquel le change est effectué, plutôt que l'opération même du change, le prix, plutôt que la transaction... ». On pourrait citer d'autres acceptations du mot change : avoir du change, c'est avoir des titres de créances de sommes d'argent sur l'étranger; change manuel et change tiré, etc., etc. Ce qui nous intéresse pour le moment c'est la transaction même et non le prix auquel elle s'effectuera.

(1) G.-J. Goschen, *Théorie des changes étrangers*, trad. de Léon Say, 4^e éd., Paris, 1896, pp. 73-74.

Voyons donc ce qu'il faut entendre par opération de change.

« Quand la transaction se produit en faits matériels, ce sont des effets étrangers, c'est-à-dire des effets sur les pays étrangers qui constituent la matière des changes (1) ». Cette formule va nous paraître claire dès que nous aurons considéré ce qui donne naissance aux opérations de change.

A, négociant à Paris, ayant contracté une dette envers B de Londres, cherche le moyen de se libérer. A moins qu'il ne soit un novice vraiment trop naïf, l'idée ne lui viendra même pas de faire un envoi effectif de numéraire. Il voudra s'éviter les dépenses, le labeur et les risques que présentent une telle opération qui n'est faite, en temps ordinaires, que par des spécialistes. Notre marchand se dit que s'il arrivait à rencontrer une troisième personne — appelons-la C — qui serait dans la situation inverse de la sienne, c'est-à-dire qui disposerait d'une créance envers D de Londres, cela lui évitera tous les inconvénients d'une expédition de numéraire. C ne demandera pas mieux que de céder sa créance contre paiement par A de la somme à laquelle elle se montait ; A, munie du titre de créance, l'enverra à B qui se fera payer par D, à Londres. Par cette simple opération, deux dettes ont été éteintes, et quatre personnes ont reçu satisfaction, et cela grâce à l'intervention d'un seul instrument de crédit.

L'opération sera plus facile encore, si A, au lieu d'avoir à descendre lui-même sur la place à la recherche d'une contre-partie, pouvait s'adresser à un

(1) Goschen, *Ibid.*

intermédiaire spécialisé qui serait *toujours* prêt à mettre en rapports, moyennant commission, ceux qui ont un paiement à faire à l'étranger avec ceux qui ont une somme à en recevoir. Cet intermédiaire ne jouera que le rôle de courtier (1). On peut encore faire un pas dans la voie du perfectionnement. L'intermédiaire, au lieu de se contenter de n'être qu'un courtier, sera *toujours* disposé de fournir aux débiteurs de l'étranger le moyen de se libérer, et aux créanciers de recevoir paiement sur place, le tout moyennant commission. Le troc que nous avons supposé tout à l'heure entre A et C se trouve scindé en deux opérations indépendantes, s'ignorant l'une l'autre, une vente et un achat de change. Du même coup, voici notre courtier élevé à la dignité de banquier en change ou *Dealer in exchange*.

Ce que le banquier achète et vend ainsi ce sont donc les dettes et les créances sur l'étranger. Les signes extérieurs de ces créances et dettes sont les effets sur l'étranger. Et nous arrivons, ainsi, à la conception, bizarre au premier aspect, que des créances et dettes (2), ou les effets qui en sont l'expression, sont des marchandises susceptibles de vente et d'achat.

Quelles formes prennent ces effets étrangers ? Ce sont des lettres de change ou des variétés de lettres de change. On appelle ainsi « un écrit en forme de lettre missive ouverte, dont le signataire, appelé *tireur*, donne mandat au destinataire, appelé *tiré*, de payer

(1) Cet intermédiaire joue encore de nos jours un rôle important sur les places de Londres et de New-York sous le nom de *broker*. Voir pour New-York. Franklin Escher, *Elements of Foreign Exchanges*, New-York, 1915, pp. 60-61.

(2) On ne peut trop insister sur ce fait que créances et dettes sont deux aspects différents d'une seule et même opération.

une somme déterminée à son ordre ou à l'ordre d'une troisième personne, dite *bénéficiaire* ou *preneur* (1) ». Dans notre exemple, C est le tireur, D le tiré et B le bénéficiaire, en supposant qu'une transaction aussi rudimentaire se soit conclue au moyen d'un instrument aussi perfectionné que la lettre de change.

Maintenant que nous savons que l'objet du change c'est l'échange d'une somme d'argent dans un lieu, contre une somme d'argent équivalente dans un autre lieu, et la forme matérielle sous laquelle se manifestent ces opérations de transferts d'argent, il nous faut demander ce qui donne naissance à ces transferts. Il est impossible de faire une énumération complète des transactions internationales donnant lieu à une demande ou à une offre de change. Tout au plus, peut-on les grouper pour la commodité de l'exposé en certains chapitres ou *éléments de la balance des comptes*.

Tout le monde sait de nos jours la différence qui existe entre la balance du commerce et la balance des comptes, et que les mouvements des marchandises, pour importants qu'ils soient, ne sont pas les seuls qui donnent lieu à une offre ou à une demande de change.

Il y a, à côté, ce qu'on appelle les éléments invisibles de la balance-

L'Institut international de statistique s'est spécialement occupé de la question, il y a quelques années, et le statisticien autrichien, M. le prof. *Gruber* de Vienne, avait écrit un rapport remarquable sur la question (2).

(1) Aug. Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*, 5^e éd., Paris, 1913, p. 74.

(2) *Über die Grundlegung zu einer internationalen Zahlungsbilanz*, ds *Bulletin de l'Institut international de statistique*,

Il avait dressé un cadre qui comprenait tous les éléments de la balance des comptes.

Et d'abord venait le *mouvement commercial proprement dit*, c'est-à-dire l'entrée et la sortie des marchandises aux frontières.

D'après les publications de l'Administration des Douanes, la France a importé, en 1913, pour 8.421 millions de francs de marchandises et exporté pour 6.880 millions seulement, sans compter le mouvement des métaux précieux (y compris le billon) qui s'est élevé pour l'importation à 975 millions et pour l'exportation à 431 millions.

D'après ce que nous savons déjà, ce commerce s'est réglé en lettres de change. Mais, est-ce à dire qu'on s'est trouvé, en 1913, en face de plus de 2 milliards de francs de lettres de change sur la France, sans contre partie ?

Et les lettres de change, étant, comme nous le savons, des marchandises soumises à la loi de l'offre et de la demande, ont-elles vu leur prix baisser sur le marché des changes ? Un simple examen de la cote pendant cette année, nous rassurera pleinement à ce sujet.

Lorsque nous aurons dit que l'année 1913 n'est pas exceptionnelle à cet égard, que cette situation n'est pas particulière, non plus, à la France, mais qu'elle est commune à tous les pays de vieille civilisation et dont l'industrie, riche en capitaux, se trouve dans un état très avancé, nous pressentirons qu'il doit y avoir une explication à cette énigme apparente. Et cette explica-

vol. XVII, deuxième partie, pp. 35-88. Il faut regretter que nous n'ayons pas à notre disposition des relevés de balance des comptes aussi complets que celui que le Prof. Gruber a fait pour l'Autriche-Hongrie.

tion ne peut se trouver que dans les mouvements *invisibles* des importations et des exportations.

Il est, en effet, clair que ces excédents d'importations doivent être réglés d'une façon ou d'une autre, les nations n'ayant pas coutume de se faire d'aussi magnifiques présents. La balance des comptes ne peut se trouver pendant une *longue* période de temps soit favorable, soit défavorable à une nation. *Elle se balance nécessairement*. Faut-il donc se désintéresser de la question? Non, car la manière dont la balance s'équilibre n'est pas indifférente à la vie économique d'un pays. Il nous semble même que c'est un des problèmes de politique économique les plus essentiels, en même temps que c'est un des plus délicats et auquel on ne devrait s'attaquer qu'avec beaucoup de circonspection.

Voyons maintenant quels sont les autres éléments de la balance (1).

En premier lieu, il faut considérer les créations et extinctions de valeurs mobilières. Un pays neuf disposant de peu de capitaux, mais offrant à l'esprit d'entreprise, de vastes ressources, ira emprunter aux pays du Vieux-Monde, les capitaux nécessaires pour la mise en exploitation de ses richesses. Il cherchera à placer un emprunt sur une des places, Londres, Paris, Berlin, etc. La place sur laquelle l'emprunt a été émis se trouve débitrice du montant du prêt qu'elle a consenti.

Au point de vue des changes, la souscription à un emprunt étranger est une opération ayant un effet

(1) V. C.-F. Bastable, *Theory of International Trade*. 4^e éd., Londres, 1903 et trad. franç. de M. Sauvaire-Jourdain, Paris, 1900.

identique à l'importation des marchandises. Ce qu'on importe ce sont des titres, actions ou obligations, donnant droit à la perception de dividendes ou d'intérêts, annuels ou semestriels suivant le cas. A l'échéance des coupons, c'est l'opération inverse qui se produit : on exporte les coupons, et c'est le pays emprunteur qui se trouve dans l'obligation de se procurer du change pour faire face à ses obligations envers ses créanciers étrangers. Enfin, au terme de l'emprunt, s'il n'a pu en placer un nouveau, il faudra qu'il rapatrie les titres et il ne le fera qu'en se procurant du change.

A ce propos, nous ferons remarquer que ce qui importe au point de vue des changes, ce sont les dettes et les créances immédiatement exigibles et non les dettes consolidées et à échéance plus ou moins lointaines. « La balance du commerce (des comptes) dépend des transactions à liquider, et non pas de celles qui, par consentement mutuel, sont laissées en suspens pour une longue période de temps (1) ».

Jusqu'ici nous n'avons parlé que des placements des titres et de leur remboursement à maturité, opérations donnant lieu à un double mouvement de fonds en sens contraires. Mais sans même parler des paiements des coupons, leur vie est autrement mouvementée. Comme la plupart de ces titres sont cotés sur plusieurs bourses, le moindre écart de cours entre une place et une autre donne lieu à un mouvement qui tendra à égaliser les cours et par conséquent à terminer ce mouvement même. C'est ce qu'on appelle les arbitrages.

(1) *Goschen, op. cit.*, p. 90.

Ces mouvements donnent lieu à des transferts de fonds d'un pays à un autre et influencent par là-même les cours du change. Par contre, il arrive souvent aussi que les cours du change eux-mêmes rendent possibles les mouvement de titres. « Le 1^{er} mars 1885, le change de Londres sur Paris étant de 25,35 1/2, ce qui est un écart assez considérable au-dessous du pair, les brokers anglais avaient intérêt à acheter à Paris des fonds internationaux au même cours nominal qu'à Londres, car sur toutes les remises qu'ils faisaient sur Paris pour les solder, ils gagnaient, grâce au bas cours du change environ 1/2 0/0 (1). »

Les émissions de valeurs mobilières ne font qu'aller en augmentant. M. *Alfred Neymarck*, qui s'est fait une spécialité de ces sortes d'études, évaluait à 770 milliards de francs, l'ensemble des valeurs mobilières négociables dans le monde à la fin de 1908 ; à la fin de 1910, elles se montaient à 815 milliards, soit une augmentation de 5,8 0/0 en deux années (2). Qu'on ne se figure pas cependant que ces huit cents milliards de titres sont des valeurs internationales, c'est-à-dire ayant un marché mondial, cotées qu'elles sont sur plusieurs bourses, et donnant lieu à ces vastes mouvements de fonds dont nous parlions tout à l'heure. Il est plus que probable que les titres vraiment internationaux ne sont qu'une faible portion de ces huit cents milliards. Mais les mou-

(1) *Claudio Jannet, Le capital, la spéculation et la finance*, Paris, 1892, p. 344. Cité par *Ansiaux M.*, p. 42. *Principes de la politique régulatrice des changes*, Bruxelles et Leipzig, 1910.

(2) *La statistique internationale des valeurs mobilières*, IX^e rapport présente à l'Int. Inst. de Stat., XII^e session. Extrait du Bulletin, tome XIX, 2^e livraison. La Haye, 1911, p. 3-4,

vements incessants de fonds auxquels ils donnent lieu doivent se chiffrer cependant par plusieurs centaines de milliards annuellement.

Il n'est donc pas exagéré de dire avec M. *Neymarck* (1) que « la lecture et le relevé des chiffres que fournissent dans tous les pays les états de douanes ne fournissent donc que des renseignements inévitablement incomplets sur le montant des échanges internationaux, car ces échanges ne consistent pas seulement en ballots de marchandises, tonnes de minerai, cargaison d'objets de consommation, etc., *mais aussi et dans la plus forte partie* (2), en capitaux, titres mobiliers. »

II

Jusqu'ici nous n'avons considéré les mouvements des capitaux que sur le marché de l'épargne à long terme. Tout aussi importants au point de vue des changes, sont les mouvements internationaux de l'épargne à court terme. Le développement rapide des banques de dépôts, caractéristique de la seconde moitié du siècle dernier, la concurrence active qu'elles se font entre elles, doublée du désir de payer de gros dividendes à leurs actionnaires, fait qu'elles sont constamment à l'affût de placements rémunérateurs et liquides pour leur argent.

Elles sont ainsi amenées à profiter de l'écart des taux de l'argent qui peut exister à un moment donné entre deux places.

(1) *Ibid.*, p. 24.

(2) C'est nous qui soulignons.

Prenons pour exemple, New-York, avant la guerre, bien entendu.

Paris et Londres ont constamment une somme de plus de 100 millions de dollars, placée à New-York en prêts à court terme. Elle atteint souvent trois ou quatre fois cette somme et comme elle est essentiellement variable, elle donne lieu à des demandes et offres incessantes de changes et dont le total est considérable. « Prenez, par exemple, le montant des capitaux français et anglais placés sur ce marché (New-York) en prêts à court terme ; 250 millions de dollars est probablement une estimation assez exacte du montant moyen de ces prêts, dont l'échéance, en moyenne, est de 90 jours. Ceci revient à dire que ce quart de milliard de dollar est *turned over*, renouvelé quatre fois par an, c'est-à-dire que chaque année le réarrangement de ces prêts donne lieu à une demande de change se montant à un milliard de dollars (1) », soit plus de cinq milliards de francs — c'est-à-dire plus du tiers de la quantité de change nécessitée pour la conduite du commerce total extérieur de la France avant la guerre.

Voici, maintenant, en quelques mots la technique de ces prêts (2). Une maison financière anglaise décide de prêter 100.000 livres sterling à New-York. Son agent à New-York tirera sur elle une lettre de change à 90 jours et la remettra à la partie qui emprunte à New-York. Cette dernière y vendra la lettre de change et s'engage à remettre, à l'échéance, à l'agence une lettre de change à vue de 100.000 livres, plus la commission stipulée. A

(1) *F. Escher, op. cit.*, p. 23.

(2) *Ibid.*, pp. 83-94.

remarquer que dans cette opération qu'on appelle suivant le cas, *sterling, franc ou mark loans*, la banque de Londres évite tout risque de change. En effet, les différences de taux de l'argent entre deux places ne sont généralement pas tellement énormes, pour que des fluctuations de change, même assez légères, ne viennent faire perdre au prêteur tout le bénéfice de l'opération.

Mais, supposez que le banquier de Londres s'imagine que le taux du change, dans trois mois, va se trouver en baisse (1), il aura profit à prendre les risques du change lui-même. Il fera ce qu'on appelle un *currency loan*. Son agent à New-York tirera toujours une traite de £ 100.000, mais au lieu de la donner directement à l'emprunteur, il la vendra lui-même sur la place, et c'est en dollars que se fera le prêt à la partie américaine. Cette dernière remboursera le prêt en dollars qui serviront à acheter une traite sur Londres. Si entre temps le change a baissé, c'est-à-dire si avec moins de dollars, on a le même nombre de livres, l'opération aura été profitable ; si au contraire, le change s'élève, la perte sur le change annulera en tout ou en partie, le bénéfice tiré de la différence entre les taux de l'argent sur les deux places.

Dans les deux cas, la lettre de change est envoyée par le premier bateau à Londres et présentée à la banque qui l'*accepte*. Après quoi, elle y est escomptée sur le marché libre. A l'échéance elle sera présentée de nouveau à la maison anglaise, cette fois pour être remboursée.

(1) Nous rappellerons ici que le change sur New-York est coté à Londres en dollars par livre anglaise, et non en monnaie nationale. Le change est défavorable à l'Angleterre lorsqu'il baisse et réciproquement.

Entre temps, la maison anglaise en aura reçu le montant de New-York par une lettre à vue ou même par cable. On voit qu'à aucun moment, la banque anglaise ne débourse de l'argent ; elle ne fait que prêter son *nom*, son *crédit*.

En réalité, c'est le marché de l'escompte à Londres qui prête à New-York.

Est-ce à dire que le montant des lettres de change ainsi tirées peut-être illimité ? Sûrement non, car le marché londonien peut se trouver saturé, à un moment donné, des effets de cette sorte, quels qu'en soient les accepteurs ; ou se trouver méfiant envers les effets d'un accepteur déterminé.

Très semblables à ces opérations, sont les tirages en anticipation de récoltes ou de participations financières à certaines émissions.

Elles donnent lieu aux mêmes transactions et aux mêmes transferts de fonds.

Nous avons particulièrement insisté sur les modalités de ces opérations parce qu'il nous sera impossible de comprendre réellement les causes de la crise du début de la guerre et l'arrêt complet des transactions internationales, si nous ne saisissons le mécanisme de ces opérations et le rôle particulier qu'y joue la place de Londres.

III

Un autre élément très important de la balance des comptes sont les *frêts* maritimes et terrestres, surtout les premiers. Une marine marchande florissante aide énormément au rétablissement d'une balance défavo-

nable. On sait le rôle primordial que la marine marchande grecque a joué dans le rétablissement de la balance de ce pays et comment elle a aidé puissamment à la stabilisation du change grec, et au retour à un système monétaire normal. Et si, en 1920, l'Angleterre espère avoir une balance favorable, c'est grâce aux bénéfices considérables réalisés par sa marine marchande et dus à la hausse mondiale des frêts. A ce sujet, il sied de rappeler que les ventes et les achats de vieux bateaux doivent être pris en ligne de compte dans les établissements de balance de compte car il arrive souvent que les statistiques douanières ne les englobent pas dans leurs chiffres, comme ce fut le cas, à un moment donné, en Angleterre.

A côté des frêts, il faut placer les *commissions*. Ainsi que le fait remarquer *Goschen*, (1) si Londres a perdu de nos jours beaucoup de son importance comme intermédiaire indispensable pour le commerce entre l'Inde, l'Amérique, d'une part, et le Continent européen de l'autre, elle touche encore de gros revenus de l'étranger sous forme de commissions pour les services divers rendus par les courtiers anglais sur les marchés des valeurs, des marchandises, ou des assurances, sans parler des commissions des banques pour les *acceptations*.

M. Hartley Withers fait remarquer (2) que la valeur des exportations anglaises de métal-argent est plus grande que celle des importations. Est-ce à dire que l'Angleterre produit de l'argent ou que son stock de ce métal s'écoule à l'étranger? Non, il arrive simplement

(1) *Op. cit.*, pp. 93-94.

(2) *Money changnig, An introduction to foreign exchange*. Londres. 1913, p. 80.

qu'à l'exportation le prix est majoré des commissions des courtiers en métaux, du coût de raffinage du métal, etc., etc.

Nous dirons un mot des *assurances*. Les primes perçues sur les polices d'assurances étrangères sont de véritables commissions touchées à l'étranger et tendent à tourner le change en faveur du pays assureur. Mais qu'il se produise un sinistre, et c'est le contraire qui se produit. Pour un pays dont les compagnies ont une grande clientèle à l'étranger, il est probable que les rentrées seront plus fortes que les dépenses, à moins d'un sinistre étendu, comme le tremblement de terre de San Francisco, par exemple.

Il y a donc ici, comme pour les prêts à court terme et les acceptations à distinguer deux choses différentes : les commissions, dont le mouvement est en général continu et les mouvements des capitaux qui ont lieu par intermittance.

Viennent ensuite les *dépenses des visiteurs étrangers*. Les sommes dépensées annuellement ainsi dans des pays comme la Suisse, l'Italie, la France se chiffrent par centaines de millions. La grande affluence d'étrangers depuis le printemps dernier, en France, n'est peut-être pas complètement étrangère à la meilleure tenue du change français, l'été dernier, quoique cette amélioration ait été constatée généralement pour tous les changes dépréciés et ne soit pas spéciale à la France.

On peut classer sous la même rubrique les envois de fonds que font les *émigrés* à leurs pays d'origine, les salaires et pensions des fonctionnaires dans les colonies et les pays étrangers, les frais de représentation diplomatique et consulaire etc., etc.

Enfin vient ce qu'un spirituel économiste a appelé le « drainage dotal » et « l'exportation de l'affection conjugale ». Il s'agit simplement des riches héritières américaines qui apportent de grosses dots aux jeunes nobles européens.

IV

Voilà donc quels sont les éléments les plus importants de la balance des comptes. Il y en a, certes, bien d'autres variétés, mais elles rentrent toutes dans l'une ou l'autre des rubriques énumérées.

Sauf la première qu'on connaît d'une façon relativement précise par les publications douanières, on ne peut se faire une idée numérique des autres rubriques que d'une façon très vague. On est en présence d'estimations plus ou moins fantaisistes par des experts, qui le sont plus ou moins, estimations qu'il ne faut accepter qu'avec beaucoup de circonspection et à titre d'indication seulement.

D'ailleurs, la *balance des comptes est essentiellement mobile* ; elle change constamment de signe ; quand on dit d'un pays qu'il a une balance favorable, cela ne veut pas dire qu'il a *toujours* une balance à recevoir de l'étranger. La balance des comptes est très difficile à saisir ; à supposer même qu'on en connaisse, à un moment donné, d'une façon absolument exacte toutes les composantes il faudra refaire pour l'instant d'après les mêmes calculs.

Ne pouvant saisir dans ses transformations continues, une réalité aussi mouvante, la science écono-

mique est obligée de faire des coupes dans cette réalité. Elle est ainsi amenée à choisir des unités de temps dans les intervalles desquelles elle fixera le phénomène. On voit de suite ce que peut avoir d'arbitraire le choix d'une unité quelle qu'elle soit. L'arbitraire est plus grand encore lorsqu'il s'agit de fixer la longueur de cette unité. Choisira-t-on la durée d'un mois, d'un trimestre, d'une année, ou d'un cycle d'années? C'est ce qu'il est très difficile de décider. Les mois d'automne seront des mois de balance nettement favorable, grâce à l'arrivée à New-York des effets tirés de toutes les parties du pays contre l'exportation des produits agricoles, coton, céréales, etc., etc. Les mois de printemps sont aussi, quoique moins sûrement, des mois de balance favorable, car les émissions de titres se font, en général, à cette époque de l'année où les taux de l'argent ont tendance à être peu élevés et, par conséquent, la spéculation, est plus facile. Les autres mois de l'année pendant lesquels les Américains continuent à importer largement les produits manufacturés, sans avoir la possibilité de faire des exportations équivalentes, sont des mois de balance défavorable.

L'année, par le retour périodique des saisons sur lesquelles se règlent pour ainsi dire les mouvements des marchandises, des émigrants, des voyageurs, offre l'unité la plus commode en même temps que la plus commune. La science économique ne pouvant s'occuper des mouvements incessants de la balance des comptes cherchant simplement à découvrir les lois générales, et pourrait-on même dire, les tendances des phénomènes se contente fort bien de cette unité.

V

Jusqu'ici en parlant des changes, nous n'avons envisagé que le simple transfert de capitaux, d'une place à une autre ; nous n'avons rien dit de la différence de systèmes monétaires qu'il peut y avoir entre les deux places. Et, en effet, le problème du change naît du simple transfert des capitaux dans l'espace. Il n'y a pas bien longtemps, il y avait un change entre Paris, Lyon et Marseille, comme il y en a un de nos jours entre les différentes régions des Etats-Unis, malgré les efforts, heureux d'ailleurs, du *Federal Reserve Board*(1) ; il y a un change entre l'Angleterre, l'Australie, et l'Afrique du Sud qui ont, ou qui avaient avant la guerre, le même système monétaire.

Ceci pour calmer les ardeurs de ceux qui voient dans l'unification des systèmes monétaires de tous les pays, la disparition complète du change. Il est vrai que les causes des fluctuations dues aux causes monétaires — et qui sont les plus graves — n'existeront plus ; mais il restera toujours un change dû aux fluctuations de la balance des comptes elles-mêmes. S'il n'y a pas de change à l'intérieur d'un pays comme l'Angleterre ou la France, c'est tout simplement parce qu'une autorité quelconque, Gouvernement ou Banque Centrale, a pris

(1) Pour le change entre Paris-Lyon et Marseille v. *Arnaudé*, *op. cit.*, p. 91. Pour le change existant actuellement encore aux Etats-Unis. V. *E. Kemmerer. The ABC of the Federal Reserve System*. Princeton, 1919, ch. viii, pp. 66-78.

à sa charge le transfert des fonds d'une ville à une autre.

Quoi qu'il en soit, dans l'état actuel des choses, on peut dire qu'en règle générale, chaque transfert de fonds d'un pays à un autre pays se double d'une opération de change de monnaie en une autre monnaie. C'est cette influence de la variété des systèmes monétaires que nous nous proposons d'étudier dans le chapitre suivant.

CHAPITRE II

L'ÉTALON INTERNATIONAL DES VALEURS ET LES CAUSES DES FLUCTUATIONS DU CHANGE

- SOMMAIRE. I. — Nécessité d'un étalon international de valeurs pour le trafic international. De nos jours, c'est l'or qui joue ce rôle. Change entre deux pays ayant le même étalon. Le pair métallique, le pair réciproque et la parité. Le pair entre des pays à étalon or et les pays à étalon argent est mobile et suit les fluctuations des cours de l'argent métal. Impossibilité de calculer le pair dans le cas de cours forcé.
- II. — Le cours du change est fonction de la balance des comptes proprement dite et de la qualité comparée des monnaies. Ce dernier facteur est égal à l'unité dans le cas de deux pays possédant le même étalon. Peut-on mesurer l'influence de la qualité de la monnaie sur le cours du change?
- III. — Limites dans lesquelles peut fluctuer le cours du change dans le cas de deux pays se servant du même étalon. *Les gold points*. La théorie ricardienne des mouvements des métaux précieux est vraie dans le fond et pour les cas limites. Dans nos sociétés actuelles à économie monétaire, fiduciaire ou bancaire elle n'agirait qu'au prix de graves perturbations. C'est à éviter ces dernières que servent les différents procédés de la « politique régulatrice des changes ».
- IV. — Fluctuation des changes entre pays à étalons métalliques différents. Le cas de la roupie avant et après 1893. La cause de l'appréciation de la roupie après 1893 est bien la limitation de sa quantité et non sa convertibilité en or au taux de seize pence ou la demande qui en est faite par les étrangers par suite de la balance des comptes favorables à l'Inde et

la fermeture de l'hôtel des monnaies à la frappe libre de l'argent.

V. — Fluctuations des changes des pays à monnaie de papier. Possibilité de l'étalon de papier. L'influence de la balance des comptes sur le cours du change est visible dans les cas où la prime de l'or est cotée. Les fluctuations qui lui sont dues, sont minimales, tout comme dans le cas des relations entre pays ayant le même étalon ou deux étalons métalliques différents. Reste donc à examiner la cause de la prime de l'or.

I

De même qu'à l'intérieur d'un pays l'adoption d'un étalon unique des valeurs auquel sont liés les différents instruments de la circulation facilite grandement les transactions et est, peut-on dire, une condition essentielle d'une grande activité économique, de même l'existence d'un étalon international des valeurs, auquel seraient liés les systèmes monétaires des différents pays, est une condition essentielle du trafic international. Cette vérité, qu'on affectait d'oublier de temps en temps, s'est violemment manifestée du jour où, par suite de l'écroulement des systèmes monétaires centraux, et de quelques pays voisins, il a fallu procéder au troc des marchandises entre les différents pays. De nos jours, sinon actuellement (1), l'étalon international des valeurs est

(1) En effet, on peut se demander si les Etats-Unis eux-mêmes, sont à l'étalon or, malgré que leur papier soit parfaitement convertible et que la liberté d'importation et d'exportation du métal soit complète. Nous disons bien d'importation, car depuis la politique adoptée d'abord par la Suède, puis par les autres Etats scandinaves, pendant la guerre, un pays peut être en dehors de l'étalon or par l'interdiction d'importation de l'or ou tout simplement la

incontestablement l'or en lingots. C'est toute une histoire, longue et mouvementée, que celle du détronement de l'argent par l'or dans le commerce international et nous n'entreprendrons pas de la raconter ici. (1) Qu'il nous suffise de dire que de nos jours l'or en lingots est la seule monnaie internationale, du moins dans les relations commerciales entre les pays les plus avancés. L'argent joue

fermeture des hôtels des monnaies à la frappe libre du métal. Quoi qu'il en soit de ceci, ce que nous voulons faire remarquer c'est le fait suivant : Par suite de la déclaration du cours forcé dans les différents pays du monde et aussi pour d'autres raisons, l'or est venu en masse s'accumuler aux Etats-Unis. Quoi qu'on en dise, il nous semble que cet or y a élevé le niveau général des prix et par conséquent a vu sa valeur se déprécier. L'organisme bancaire s'est adapté à ce flux de métal jaune. A supposer maintenant, ce qui a eu lieu, que par suite de quelques circonstances majeures, la balance des comptes des Etats-Unis est, et demeure pour un long temps, favorable, le système américain se trouvera à l'abri de toutes sorties d'or et cela malgré l'inflation qui peut s'en suivre en Amérique. Cela est possible puisque très peu nombreux sont les pays qui, aujourd'hui (30 décembre 1920), ont un change relativement au pair avec les Etats-Unis. A part le Japon, les deux qui s'en approchent le plus sont le Canada (près de 11 0/0 de perte sur le dollar), et l'Argentine (5 0/0), et la Suisse (9 0/0). Comme ce sont les prix américains, par suite de l'importance de ce marché depuis la guerre, qui conditionnent les prix dans les autres pays, il se trouve donc que ces prix peuvent être élevés par suite de circonstances spéciales ! La vérité est que l'or, par suite de la désorganisation mondiale des changes, a perdu de son importance comme étalon des valeurs internationales. Nous nous empressons d'ajouter qu'il est déplorable qu'il en soit ainsi et que nous souhaitons un retour prochain à l'état d'avant guerre.

(1) Cf. Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*, 5^e éd., Paris, 1913, pp. 15-16. On peut aussi consulter l'ouvrage de Lord Liverpool, *Treatise on the coins of the Realm*, Cambridge, 1805.

encore un rôle primordial dans les règlements avec certains pays d'Extrême Orient, comme l'Inde et la Chine, mais surtout cette dernière depuis que l'Inde est liée à l'étalon or par un *gold exchange standard*. Mais même dans le cas d'une transaction entre un pays ayant l'étalon or et un autre ayant l'étalon d'argent, c'est le premier qui fixe le prix auquel elle se fera. C'est pourquoi les pays à étalon déprécié — argent ou papier inconvertible — sont soumis aux graves inconvénients des fluctuations non seulement incessantes, mais considérables de leurs changes. Mais les fluctuations du change entre deux pays employant le même étalon ne peuvent être considérables.

II

La complication introduite dans le problème du change par les différences existant entre les différents systèmes monétaires, est facile à éliminer dans le cas de deux pays ayant le même étalon. Prenons, par exemple, le cas du change entre la France et l'Angleterre.

Le franc, quoique défini par la loi du 17 Germinal anXI, comme étant un poids de cinq grammes d'argent au titre de 9/10^e de fin (1), est actuellement, en réalité une monnaie d'or. En effet la même loi fixait le rapport entre l'or et l'argent à 15 1/2 et les hôtels des monnaies étaient ouverts à la frappe libre des deux métaux. Ils ont tous deux pouvoirs libératoires illimités. La baisse de l'argent métal après 1872, baisse précipitée en Juillet.

(1) Il n'y a que les écus de cinq francs qui ont ce titre actuellement. Les pièces de un franc sont au titre de 835/1000.

Décembre 1876, obligea le gouvernement français d'abord, les Etats de l'Union Latine ensuite (Convention 5. XI. 1878) à suspendre la frappe libre des pièces de cinq francs, quoiqu'elles conservaient leur pouvoir libérateur illimité. L'or étant le seul métal dont la frappe est libre et le pouvoir libérateur illimité est le véritable en même temps que le seul étalon (1) des valeurs des pays de l'Union Latine (lorsque toutefois, ils ne sont pas tout simplement au régime du cours forcé). On définirait donc le franc plus exactement par son poids d'or. Un kilogramme d'or au titre monétaire de 9/10^e vaut 3.100 francs ce qui donne 3.444 francs 44 centimes comme prix du kilogramme d'or fin.

D'autre part, la loi monétaire anglaise de 1870, définit le souverain un poids de 123 grains troy 27447 — soit 7 grammes 9885 — au titre de 11/12. Ceci donné, on obtient le *pair métallique*, c'est-à-dire l'équivalent d'une monnaie en une autre monnaie de même nature d'après le poids de métal fin qu'elles contiennent *légalement*, par une simple règle de trois. Le pair métallique ne doit être confondu ni avec le *pair réciproque*, qui a lieu lorsque par exemple le cours de Paris sur Londres est

(1) C'est, en réalité, un *étalon boiteux*, puisque les écus de cinq francs ont un pouvoir libérateur illimité. Ils circulent à l'intérieur des pays au pair de l'or parce que leur échangeabilité contre l'or est *de fait* assurée. Mais la cause de leur valeur n'est pas leur échangeabilité, comme on a voulu le prétendre, mais la restriction de leur production. Ils sont échangeables justement parce que leur quantité est limitée. L'échangeabilité n'est qu'un procédé *automatique* de limitation de leur quantité. Ceci s'applique surtout aux pièces divisionnaires d'argent puisque les écus ne sont plus frappés.

25.221 et de Londres sur Paris, également 25.221, ni avec la *parité* (1).

Le pair métallique est très important au point de vue des changes étrangers. C'est par rapport au pair que sont faites les comparaisons journalières des cours ; il sert aussi de point de départ au calcul des points d'or dont nous aurons à nous occuper plus bas. Il est clair par la définition même que nous en avons donnée, qu'il ne peut y avoir de pair entre deux pays ayant des étalons différents. Cela était encore possible quand les deux métaux, or et argent, étaient dans un rapport fixe grâce à l'ouverture des monnaies de quelques pays à la frappe libre de l'un et de l'autre métal, mais il ne peut plus en être question actuellement. Le métal, étalon dans le pays A, ne sera reçu que comme marchandise dans le pays B. Cette marchandise, exprimée en termes de l'étalon de B, aura un prix variable comme toutes les autres marchandises. Un des deux termes de l'équivalence qui forme le pair changera constamment et le pair ne pourra être calculé que pour un instant déterminé. Le pair sera essentiellement mobile.

Le problème est le même lorsqu'il s'agit de deux pays dont l'un A, a un étalon métallique et l'autre, B, est au régime du cours forcé.

Le papier monnaie est une vraie marchandise dans le pays A aussi bien que le métal est une marchandise dans le pays B. Tout au plus, peut-on dire, que le papier-monnaie, sinon par sa nature même du moins par l'usage abusif qu'on en fait, est une marchandise dont les variations de prix sont nécessairement plus violentes

(1) *Arnauné, op. cit.*, p. 108.

que celles d'une marchandise matérielle. Ici, non seulement il devient impossible de calculer un pair stable, mais, si on n'a pas à sa disposition une cote de la prime de l'or, il devient même tout à fait impossible de le calculer à un moment donné.

III

En disant plus haut que les lettres de change, étant la matière en laquelle se manifestent corporellement les créances et les dettes internationales, sont des marchandises, nous avons laissé deviner une des causes des fluctuations de ces marchandises — certains mêmes disent la seule —. Elles sont soumises à la loi de l'offre et de la demande. En parlant des différences de systèmes monétaires nous avons laissé entrevoir aussi que la nature, la *qualité* de la monnaie en laquelle est libellée une lettre de change est un facteur du prix — ou change au sens usuel du mot — qu'elle est susceptible d'obtenir sur un marché donné. Ce sont là les deux seules causes des fluctuations du change : balance des comptes d'une part, nature des monnaies de l'autre. Elles agissent simultanément et le cours du change à un moment donné est une résultante du rapport entre l'offre et la demande de devises, c'est-à-dire de la balance des comptes, et de la qualité (1) relative des mon-

(1) Ce n'est pas à dire, d'ailleurs, que l'influence de la qualité des monnaies sur les cours du change se manifeste d'une façon particulière et, pour ainsi dire, occulte. Nous croyons, comme nous le verrons plus bas, que ce que nous appelons, faute d'un meilleur terme, qualité des monnaies agit par l'intermédiaire de

naies en présence. Alors que dans le cas de deux pays ayant le même étalon, c'est la balance des comptes seule qui agit sur les cours, le second facteur étant par définition égal à 1, dans le cas de deux pays à étalon différent, les deux facteurs entrent en jeu.

Il y a certains publicistes, cependant, qui nient toute influence soit directe, soit indirecte au second facteur. On ne peut expliquer leur attitude que par l'habitude qu'ils ont de ne considérer que la balance des comptes sous le régime de l'étalon normal. Ils négligent le fait que le pair métallique n'est plus le pair actuel, ainsi que le faisait remarquer il y a longtemps déjà le *Bullion Report*. (1) « Mais, disait-il, quoique le pair réel

l'offre et de la demande. Mais ce qu'il importe, c'est de savoir dans quelle mesure l'offre et la demande d'une devise quelconque sont influencées par la qualité de cette devise comparée à une autre.

En réservant spécialement le terme offre et demande au premier des deux facteurs dont dépend le cours du change, nous avons voulu suivre l'usage général, et aussi, parce que cette offre et cette demande de devises provient d'opérations commerciales réelle, et ne tirant pas leur origine, de circonstances monétaires. Si on élargit le terme de « balance des comptes » jusqu'à y englober ces dernières, nous ne verrons aucun inconvénient à affirmer que le cours du change est fonction de la seule balance des comptes. Mais cela n'avancerait pas beaucoup la science monétaire.

(1) *Bullion Report*, éd. Cannan, p. 22. Nous nous permettrons de renvoyer à une étude de nous sur le *Bullion Report anglais de 1810*. *Rev. d'Econ. pol.*, 1^{re} livraison, 1920. Le célèbre rapport dont le titre exact est *Report from the Select Committee on the high price of Bullion*, parut pour la première fois en juin 1810. Il y a une traduction française qui a paru dans *Extraits des Enquêtes parlementaires anglaises sur les questions de banque, de circulation monétaire et de crédit*, de

des deux systèmes soit ainsi altéré, *les marchands ayant peu l'occasion de se référer au pair*, continuent de calculer leurs cours du change par rapport au niveau primitif du pair : dans cet état des choses, une distinction est nécessaire à faire entre le cours *réel* du change et le cours *pratiqué*. Ce dernier, tel qu'il est indiqué dans les cotes en usage par les marchands, comprendra donc, non seulement la différence réelle du change telle qu'elle est commandée par l'état (de la balance) du commerce, mais aussi la différence entre le pair original et le pair nouveau. »

La balance des comptes, quoique très difficile, ainsi qu'il a été dit plus haut, de saisir, est théoriquement du moins, un élément comptable, c'est-à-dire susceptible d'être mesuré, exprimé par un nombre.

En est-il de même du second ? On peut dire que cette question est à la base de tous celles qui se posent à propos des théories du papier-monnaie et des changes erratiques. Nous examinerons cette question plus au détail dans un des chapitres suivants. Qu'il nous suffise de dire pour le moment que certaines théories, dites *quantitatives*, soutiennent que l'effet du papier-monnaie sur les prix et les changes peut être mesuré par la quantité de ce papier en circulation, ou plus exactement par l'*excès* de la circulation. Ces théories prétendent aussi que cet excès est une notion bien définie qui peut être l'objet, théoriquement du moins, de mesures précises.

Coullet et Juglar, t. I, Paris, 1865. L'édition qu'en a donnée M. le prof. E. Cannan a pour titre *The Paper Pound of 1797-1821*, Londres, 1919.

A ces théories, se rattachent les explications de la valeur de la monnaie par la loi de l'offre et de la demande. A supposer qu'on connaisse l'équation de l'offre et de la demande de monnaie, et rien ne s'y oppose en théorie, ou peut mesurer la valeur de la monnaie.

Les explications opposées prétendent que la valeur du papier-monnaie est d'essence psychologique. La cote des changes est la *cote des paris*, suivant l'expression de M. P. Leroy-Beaulieu. La valeur du papier-monnaie dépend d'une variété de causes, politiques, économiques, sociales, qui peuvent influencer la confiance du public en la convertibilité finale du papier en or. Il est manifeste qu'une telle conjoncture de faits ne peut être l'objet d'aucune mesure statistique. On ne peut, en effet, concevoir une loi qui permettrait d'assigner à chacune de ces causes la mesure numérique de son influence sur le change ; on ne peut, par exemple, savoir quel sera l'effet final d'une défaite, d'un discours d'un ministre de finances, d'une révolution etc, sur le cours du change.

IV

Nous allons, maintenant, rapidement examiner dans quelles limites les cours des changes peuvent fluctuer. Nous pourrions diviser cette étude en trois parties suivant que nous nous trouverons en présence de deux pays à étalon identique ; de deux pays dont l'un a l'étalon or et l'autre l'étalon d'argent ; et enfin de deux pays dont l'un ou les deux à la fois, sont soumis au régime de l'inconvertibilité.

I. — *Fluctuations des changes entre deux pays sous un même régime monétaire.*

Supposons qu'à un moment donné l'offre et la demande de lettres de change s'équilibrent ; il n'y a pas de raisons alors, pour que le cours du change s'écarte du pair métallique des deux pays considérés. Mais que la balance des comptes soit défavorable et qu'il y ait plus de lettres de change demandées qu'offertes, et on verra les acheteurs renchérir les uns sur les autres et les vendeurs se montrer plus exigeants. Le prix des lettres de change exprimé en monnaie nationale haussera. Cette hausse est toutefois limitée par le *point de sortie de l'or*, le *gold point*. On appelle ainsi le prix au-dessus duquel il devient préférable à un débiteur de se libérer par un envoi d'or effectif que par l'achat d'une lettre de change. Le point de sortie de l'or s'obtient par l'addition au pair métallique des frais d'envoi de métal : emballage, frais des monnaies, transport et assurance maritime. Bien entendu ces éléments du coût de transport du métal, ne sont pas fixes ce qui fait que le point d'or lui-même est sujet à quelques variations. En temps normal, on peut le considérer comme pratiquement immobile.

Pendant la guerre, il subissait des variations incessantes, et il était devenu très difficile de dire quel était le point d'or à un moment donné.

Il se passera juste le contraire en cas de balance favorable. Le prix de la lettre de change baissera, mais la baisse sera limitée par le point d'entrée de l'or, symétrique du point de sortie, par rapport au pair métallique.

Il ne faut pas croire, cependant, que parce qu'à un moment donné la demande de devises étrangères dépasse l'offre, il va se trouver une partie de cette demande qui ne sera pas satisfaite ou que le point de sortie du métal sera atteint. En réalité, la demande comme l'offre de change est très élastique. Comme le remarque très bien *George Clare* (1). « Les lettres de change, comme la plupart des autres objets, peuvent toujours êtres obtenues, pourvu qu'on y mette le prix. Si le montant offert est insuffisant, le courtier à qui on a confié des ordres d'achat, s'adressera à l'un des « banquiers étrangers » ou marchands de lettres de change, qui sont toujours prêts à tirer sur leurs correspondants. »

Ce n'est que si la demande est par trop insistante et qu'elle aura duré assez longtemps, qu'on atteindra le point de sortie de l'or.

Mais une fois que le point de sortie de l'or a été atteint, et les expéditions de numéraire commencent à se produire, la sortie, du métal ne sert pas seulement à rétablir la balance, jusqu'à concurrence de la somme sortie, mais, d'après la théorie classique, elle produit une succession de phénomènes dont le résultat final sera de rétablir automatiquement l'équilibre de la balance. La sortie du métal, en diminuant la quantité de monnaie dans le pays y produira une baisse des prix, en même temps qu'elle élèvera les prix dans le ou les pays qui reçoivent le métal. Il deviendra donc avan-

(1) *A money market Primer and key to the exchanges*, 2^e éd., Londres, 1893, p. 76. Il y a une traduction française de cet ouvrage par *Gérard Giraud*, Paris, 1894. Il s'agit de demande et d'offre de change à court terme, bien entendu.

tageux d'acheter dans le pays à balance défavorable et qui perd le métal précieux et profitable de vendre dans les autres pays, d'où un rétablissement automatique de l'équilibre.

On a critiqué violemment cette théorie, et, ainsi, présentée elle nous paraît excessive. Mais, nous la croyons vraie dans les cas limites de pays n'ayant qu'une circulation métallique. Dans l'état actuel des choses, avec nos systèmes de circulation fiduciaire et bancaire, une sortie de métal peut ne pas influencer du tout sur la quantité de la circulation et, en conséquence, sur le niveau général des prix. Nous avons vu, en outre, que la balance peut être défavorable pendant longtemps, sans qu'il y ait un mouvement quelconque du métal précieux. On y supplée par des mouvements de titres, de tirages financiers, etc. etc. Mais, ne l'oublions pas, ceci n'a lieu que parce que la sortie de l'or est compensée par un flux d'autres instruments de la circulation. Les exportations d'or peuvent donc continuer tant qu'il y aura une émission de papier ou une création de crédit bancaire. Mais cette situation ne peut durer longtemps car une crise financière est au bout de toutes les extravagances dans l'émission de papier ou de l'inflation bancaire. Les crises se terminent, suivant les cas, soit par la déclaration du cours forcé, soit après la liquidation, par une période de dépression commerciale, de prix peu élevés, et de circulation modérée. Ainsi, même dans ce cas, les sorties d'or continues finissent par amener le résultat voulu par la théorie classique (1) mais au prix de crises très

(1) Ou l'abandon, il est vrai, de l'étalon or.

graves pour l'économie du pays. C'est à éviter ces crises que tendent les divers procédés imaginés et dont l'ensemble constitue ce qu'on appelle la « politique régulatrice des charges ». Les principaux sont les restrictions de l'émission des billets de banque, l'ouverture de crédits en banque, sans certaines réserves, de la hausse du taux de l'escompte, la politique des devises etc., etc. Mais toutes ces mesures n'impliquent nullement que la théorie classique soit fausse dans le fond : elle est simplement gênée dans son fonctionnement par la structure actuelle des systèmes monétaires ; elle n'agit qu'en occasionnant de graves perturbations, souvent difficiles à remédier, dans les affaires ; les procédés de la politique régulatrice du change servent à amener les résultats voulus par la théorie, tout en évitant le plus possible, les perturbations dont son fonctionnement est l'occasion.

II. — *Variations des changes entre pays à étalons métalliques différents.* Jusqu'à nos jours la question ne se pose que pour les relations entre pays à étalon d'or et d'argent, les efforts de la Russie pour frapper des monnaies de platine n'ayant pas été couronnés de succès. Il ne suffit pas d'ailleurs d'avoir des monnaies de platine en circulation, pour que l'étalon devienne le platine.

Deux cas peuvent se présenter, suivant que les hôtels des monnaies sont ouverts, ou non, à la frappe libre de l'argent.

L'Inde anglaise, avant et après 1893, offre des exemples typiques des deux cas. Avant 1893 la frappe de l'argent y était libre ; après, c'est le gouvernement seul qui a le monopole de la frappe des monnaies d'argent.

Dans le premier cas, le change entre les deux pays variera en sympathie complète avec le prix de l'argent sur le marché des métaux précieux. L'argent baissant de valeur, le change deviendra défavorable au pays à étalon d'argent, et réciproquement. Comme nous l'avons dit plus haut, il n'y a pas dans ce cas de pair métallique réel, stable ; il varie sans cesse avec les variations continues du prix de l'argent métal et c'est autour de ce pair variable que le change, en tant que dû à la balance des comptes, oscillera. Il oscillera d'ailleurs dans les limites des frais d'envoi du métal. Ici aussi, il y a quelque chose d'analogue aux *gold's points*, les débiteurs ayant toujours la faculté de se libérer par un envoi effectif d'argent métal qu'ils peuvent transformer en roupies.

Si la frappe libre de l'argent est suspendue, la valeur nominale de la monnaie se trouvera dissociée de sa valeur intrinsèque et le cours du change ne sera plus commandé par le prix du métal argent sur le marché. C'est ce qui s'est produit pour la roupie après 1893. On peut consulter à ce sujet le diagramme intéressant publié par M. P. Reboud dans son ouvrage sur les changes. (1) Mais quoique la valeur de la monnaie d'argent ne puisse baisser au-dessous de la valeur du métal (2) qu'elle con-

(1) Diagramme I. — *Essai sur les changes étrangers*, Paris, 1900. Voir aussi pour l'Inde et les autres pays qui, après avoir cessé la frappe libre, ont adopté le *gold exchange standard*, le précieux ouvrage de E.-W. Kemmerer, *Modern currency Reforms*, New-York, 1916. Pour l'Inde, v. p. 50.

(2) C'est la difficulté qu'ont subie depuis la guerre les pays à circulation d'argent et à *gold exchange standard*, par suite de la hausse considérable de l'argent. Le taux d'échange des monnaies d'argent en or a été en s'élevant forcément. Pour l'Inde on a

tient, elle peut s'apprécier considérablement. Mais on peut se demander, quelle est la cause de cette appréciation, d'une part, et qu'est-ce qui en détermine le montant? C'est ce qu'il est très difficile de dire.

Les spécialistes de la question, les réformateurs eux-mêmes soutiennent que c'est la limitation de la quantité frappée qui est la cause de cette appréciation. On peut, à ce sujet, prendre le témoignage d'experts aussi avisés que M. Ch. Conant et M. le professeur Kemmerer. M. le professeur Cannan le dit, aussi, nettement « La roupie, en conséquence, vint à valoir la quinzième partie d'une livre juste pour la même raison qui fait que le shilling est la vingtième partie d'une livre — il y avait une demande suffisante de roupies, et une offre adéquate » (1).

Les adversaires de la théorie quantitative nient l'influence de la restriction de la quantité sur l'appréciation

essayé d'écarter la difficulté en mettant le taux d'échange à 2 shillings la roupie, soit dix roupies à la livre au lieu de quinze avant la guerre. Il ne s'agit plus d'ailleurs de deux shillings *sterling* mais de deux *shillings or*, d'après le cours du sterling à New-York. Ce sont du moins les recommandations de la Commission présidée par Sir R. Vassar-Smith et dont les conclusions semblent avoir été acceptées par le secrétaire d'Etat pour l'Inde. Mais les réformes ne semblent pas en voie d'aboutir, Cfr. *Report of the Committee appointed by the Secretary of State for India to enquire into Indian Exchange and Currency*, 1920 (cmd 527) p. 11.

(1) *Money, its connexion with Rising and Falling prices*, Londres, 1918. V. aussi *Second report on the introduction of the gold exchange standard*, Washington, 1904, p. 126. Sur la réforme indienne, consulter J.-M. Keynes, *Indian currency and Finance*, Londres, 1913 et G.-F. Shirras, *Indian Finance and Banking*, Londres, 1920.

et l'expliquent cette dernière, tout autrement. Ainsi M. le professeur *J. L. Laughlin*, de Chicago, affirme que ce n'est pas tant la limitation de la quantité mais la convertibilité qui maintient la monnaie au taux choisi « Le but de l'Inde était de maintenir ses monnaies d'argent — et non tout l'argent en tant que métal — à un pair stable par rapport à l'or. Elle prit la première mesure, donc, en limitant la quantité. La seconde mesure était inévitable — elle devait éventuellement adopter un système de convertibilité de ses propres roupies. — Il n'y a pas d'autre moyen de maintenir une circulation dépréciée au pair » (1). Nous ne pouvons que répéter ici, ce que nous avons dit en note page 34. L'échangeabilité est un moyen automatique d'en régler la quantité par rapport aux besoins, mais c'est la limitation de la quantité qui, croyons-nous, est la cause de l'appréciation.

Cela est si vrai que M. le professeur *Laughlin*, parlant du système monétaire de San-Domingo, dont il est l'auteur, système à *gold-exchange standard*, dit « La quantité de la circulation, on l'espérait serait déterminée automatiquement. D'une part, en donnant au gouvernement dominicain le privilège exclusif de frapper l'argent, on l'incitait à en frapper le maximum possible, à cause de l'énorme profit qu'il tirait d'un seigneurage de près de 5 pour cent. Mais, d'autre part, ce moyen de profit n'existait que si le système de convertibilité restait intact. Dans ce cas, une émission excessive d'argent retournerait aux caisses de conversion, et une émission au delà des besoins de la circulation ne se-

(1) *Money and Prices*, Londres et New-York, 1919, p. 227.

rait pas possible (1) ». Les mots que nous avons soulignés indiquent clairement qu'il y a une cause au retour des billets aux caisses émettrices, et cette cause c'est leur dépréciation. Si on ne les convertit, la circulation reste excessive et elle se déprécie par suite de cet excès même.

(1) *Ibid.*, p. 227-228. V. aussi *The Principles of money*, New-York, 1903, ch. xv, p. 513-514. « La convertibilité en monnaie étalon (c'est-à-dire en or) est le seul moyen efficace d'ajuster la quantité des émissions aux besoins actuels de la communauté... De cette manière les pièces peuvent être obtenues toutes les fois que le public en a besoin, et à volonté; en même temps que, si elles sont en excès, la convertibilité garantit le retrait rapide de tout le superflu ». Les *quantitativistes* ne disent pas autre chose et ne le disent pas mieux. Cela n'empêche pas M. Laughlin de dire dans le même paragraphe : « leur valeur, est maintenue seulement grâce à un système de convertibilité ». Il rejette l'idée que c'est la quantité en circulation qui en règle la valeur. « Il est vrai qu'une quantité moindre que celle qui est nécessaire aux besoins urgents de « monnaie » (*change*), leur donnerait temporairement une valeur égale, voire même supérieure, à leur valeur nominale ; mais il est clair aussi que, en cas d'excès, la dépréciation ne serait aucunement en proportion de la quantité totale en circulation. Du moment où l'offre dépasse la demande, et s'il n'y a pas de méthode de convertibilité, la dépréciation sera sérieuse, et sans gradation régulière avec la quantité émise. »

Voir aussi ce qui est dit de la roupie pp. 524 et ss. D'après notre auteur que le seigneurage qui apparut en juin 1893 est dû à ce que le public croyait généralement alors à une réforme monétaire, dont le résultat serait de donner à la roupie une valeur supérieur à sa valeur réelle en métal. « Ainsi la valeur de la roupie subit des fluctuations suivant les changements dans la croyance à leur future parité en or, et suivant le temps plus ou moins long, qui s'écoulera avant la réforme ». C'est la même théorie adoptée par notre auteur, et par d'autres, parmi lesquels M. le prof. W.-C. Mitchell, pour expliquer la valeur du papier monnaie, par la croyance à un retour *plus ou moins* rapproché à la convertibilité en or.

M. le professeur *Bertrand Nogaro*, un autre adversaire de la théorie quantitative, a cherché à expliquer autrement l'appréciation de la roupie et des autres monnaies similaires (1). — Pour lui, le fait primordial dont il faut tenir compte dans la théorie de la dépréciation c'est la balance des comptes ou plutôt du rapport du stock d'or disponible à la balance des comptes (2) Pour nous en tenir à la cause de l'appréciation de la roupie, la théorie de notre auteur semble être la suivante. Même si la raréfaction de la monnaie d'argent locale aurait accru sa valeur aux yeux des habitants du pays, cela ne saurait influencer sur le change avec l'or, tant que la balance des comptes n'est pas favorable. « Lorsque la balance des comptes du pays est débitrice, les étrangers n'ont aucun besoin de se procurer la monnaie intérieure. Elle n'a donc pour eux aucune utilité; au contraire, dans cette hypothèse, les habitants du pays ont besoin de monnaie extérieure et l'or a pour eux une grande utilité ». (3) Il faut, pour expliquer la hausse de la roupie, se rappeler que la balance des comptes de l'Inde est favorable. Par la fermeture des hôtels des monnaies aux particuliers on a empêché les étrangers débiteurs de l'Inde de s'acquitter en achetant à Londres

(1) *Contribution à une théorie réaliste de la monnaie*, *Rev. d'Econ. pol.*, 1906, pp. 681-784 et *Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation*. *Rev. écon. intern.*, 1908, t. I I, pp. 492 et ss. On peut consulter aussi les *Eléments d'Economie politique*, 2 vol., Paris, 1913. Voir aussi dans la *Rev. écon. intern.* de novembre 1920, sous le titre *Les phénomènes monétaires et la théorie de la monnaie*, un extrait de la nouvelle édition de cet ouvrage.

(2) *Rev. écon. intern.*, 1908, p. 518.

(3) *Ibid.*, p. 499.

des lingots au cours commercial pour les faire convertir en roupies. (1) D'où une demande (2) de change qui devait amener la roupie à des taux élevés, qui ne pouvaient, cependant, dépasser 16 pence à cause de l'engagement pris par le gouvernement hindou de changer les livres sterling au taux de quinze roupies par livre. Mais, d'après cette théorie, la hausse aurait dû atteindre instantanément 16 d. et M. *Nogaro*, est obligé de chercher les causes du retard qu'à mis la roupie pour atteindre la valeur de 16 pence. Ces causes tiennent, dit-il, à ce qu'on put se procurer, alors, des roupies pour moins de 16 pence dans les bazars ; que des commerçants et capitalistes d'Europe détenant des traites sur l'Inde, au lieu de profiter du fait que les débiteurs ne pouvaient se libérer qu'au taux de 16 pence, continuaient à croire que le cours de la roupie dépendait nécessairement du prix du métal argent et se hâtaient de négocier leurs traites sur l'Inde. Enfin, le gouvernement de l'Inde lui-même vendit des *council bills* à un prix inférieur à seize pence. Ces raisons nous semblent bien insuffisantes pour expliquer le retard de cinq années qu'a mis la roupie pour atteindre le taux qui lui avait été assigné. Le gouvernement en vendant ses *council bills* à taux un inférieur ne faisait que suivre l'état du marché ; et ce n'est rien expliquer du tout que de dire que la roupie n'a pas atteint le taux de seize pence parce qu'on pou-

(1) *Ibid.*, p. 502.

(2) Nous ferons remarquer que, même dans la théorie de *Nogaro*, c'est l'offre et la demande de roupies qui en fixera la valeur : « Mais il faut déterminer tout d'abord les facteurs dont dépendent l'offre et la demande », et c'est la balance des comptes et non les besoins de la circulation. *Ibid.*, p. 500.

vait se la procurer à moins. Et prétendre qu'il a fallu cinq années pour que les détenteurs européens de roupies s'aperçoivent que le cours de la roupie se dissocierait du cours du métal argent c'est faire bon marché, en vérité, de l'instinct commercial d'une fraction de la *Cité* qui a la réputation de l'avoir à un haut degré; nous voulons parler des *Eastern Bankers*.

Enfin, il y a un point dans cette théorie sur lequel nous voudrions attirer l'attention : c'est la dissociation de valeur que la même monnaie peut avoir à l'intérieur et à l'extérieur et qui l'oppose violemment à la théorie classique qui veut que la dépréciation du change soit le signe et la mesure de la dépréciation de la monnaie à l'intérieur — après une période plus ou moins longue d'ajustement.

Et ici, M. le profes. *Nogaro* se rencontre d'une manière assez inattendue avec M. le profes. *J. S. Nicholson* (1), un des théoriciens les plus convaincus de la théorie quantitative. Comme, dit-il, l'essence du *gold exchange standard* est de montrer une certaine répugnance à fournir de l'or pour l'usage intérieur, et une grande disposition à en fournir pour les besoins des réglemens extérieurs, il est très possible qu'il se produise une inflation intérieure. La *dépréciation générale* de la monnaie — son pouvoir d'achat par rapport aux marchandises — peut exister sans que la dépréciation *spécifique* — apparition d'une prime de l'or ou hausse du

(1) *Indian currency and Finance in relation to the gold exchange standard*, paru d'abord dans l'*Economic Journal*, juin 1914 et publié ensuite dans *War Finance*, Londres, 1917, pp. 47 et ss.

change — se manifeste. Et qui sait si l'inflation intérieure, en se prolongeant, n'amène pas à la longue une dépréciation spécifique de la roupie (1). Il nous paraît difficile d'admettre la position prise par les deux auteurs en question.

Avant la guerre, lorsque l'étalon monétaire mondial était l'or et que les systèmes monétaire de la plupart des pays s'y conformaient, le niveau des prix dans les différents pays en question était nécessairement le même, du moins pour les matières premières et les prix de gros. Les seules différences de prix pour certaines marchandises venaient du coût de transport des pays producteurs aux pays consommateurs, et il ne pouvait en être autrement pendant un temps prolongé. Ceci, à la condition que le change oscillât dans les limites des points d'or, ce qui était le cas pour l'Inde avant la guerre. Supposons que, le change restant constant, il se produise une inflation à l'intérieur d'un pays accompagnée d'une hausse de prix ; il devient toute suite avantageux de vendre dans ce pays et le pays ne pourra exporter que difficilement ; la balance des comptes deviendra défavorable ou, tout simplement, moins favorable ; *ce qui est accompagné d'une diminution de la circulation.*

Le *gold exchange standard* ne peut fonctionner, certes que si la balance des comptes n'est pas continuellement défavorable ; *mais une fois qu'il commence à fonc-*

(1) Ce n'est pas l'avis des théoriciens du *gold exchange standard*, Conant, Keynes, etc., etc. On peut lire à ce sujet les pages écrites récemment par C.-J. Damiris, dans son ouvrage sur *Le système monétaire grec et le change*, 3 vol., Paris, 1920. t. I, pp. 166 et ss. et t. II, p. 51-52.

tionner (1), il n'offre pas plus d'inconvénients que le système de l'étalon or, au point de vue des craintes d'une inflation intérieure ou d'une balance défavorable. Il y a, il est vrai, le danger de guerre avec les pays où sont localisées les réserves de change, ou par le temps qui court, de voir leurs monnaies se déprécier par suite de l'abandon d'un étalon d'or effectif. Les difficultés qu'a eues l'Inde depuis la dépréciation du sterling sont trop connues, pour qu'il soit nécessaire que nous y insistions.

Enfin, nous croyons que le système n'est pas susceptible d'une adoption universelle. C'est l'avis de M. H. Parker Willis, du *Federal Reserve Board*, exprimé dans un compte-rendu du livre de M. le Prof. Kemmerer (2), « que le *gold exchange standard* est utile pour des contrées dépendantes seulement. En un mot, ce n'est pas un système monétaire, mais un lien entre un marché isolé et le marché plus étendu dans lequel il trouve son soutien ».

(1) En effet, on ne peut introduire ce système dans un pays à circulation avariée et à balance constamment défavorable. Il ne pourrait y fonctionner. En Grèce, le système n'a nullement rétabli la balance, ni contribué à assainir la circulation. Il n'a fonctionné qu'une fois que ces deux résultats étaient acquis. V. C.-J. Damiris, *op. cit.*, t. I, pp. 66 et ss. Ceci devrait donner à penser à ceux qui voient dans l'adoption de ce système un moyen de sortir des difficultés actuelles. Il faudrait préalablement et, quoi qu'on en pense, non seulement rétablir l'équilibre de la balance mais aussi assainir la circulation. *Il nous semble, d'ailleurs que les deux réformes sont connexes et que l'une ne sera pas amenée sans l'autre.*

(2) *Quart. Journ. of Econ.*, mai, 1917. M. le prof. Nicholson approuve l'opinion de M. Willis. V. *War Finance*, p. 61 en note,

De plus, lorsque le système fonctionne actuellement, il est basé sur l'étalon or en usage dans d'autres pays. Mais, en voulant l'étendre à l'univers entier, en voulant en faire un *système monétaire mondial*, on s'écarte, quoi qu'on dise, de l'étalon or. On fait bien remarquer que la démonétisation de l'or, ne signifie point l'abolition du *gold standard*, et ceci est vrai pour la démonétisation de l'or par un seul pays. Mais, quelle serait la valeur de l'or en cas de démonétisation universelle ? Et pourquoi, si on reconnaît que sa valeur baissera fortement, en cas de démonétisation, et qu'elle sera alors sujette à des fluctuations incessantes, comme l'argent après 1873, vouloir conserver l'or comme étalon de valeur ?

Et que veut-on dire par l'expression qu'il sera un étalon de valeur abstrait ? En réalité, une adoption universelle du *gold exchange standard* équivaut à un abandon de l'étalon or et la substitution à cet étalon, ou d'un autre étalon matériel, comme le platine, et qui sera accompagné des mêmes inconvénients, ou d'un étalon « abstrait ». Depuis la guerre nous savons ce que coûte un étalon abstrait, et les peuples ne désirent qu'une chose, c'est qu'on leur concrétise un peu plus, tous les jours, leurs systèmes monétaires. En tous cas, ce serait une expérience nouvelle que de s'embarquer dans un changement universel de l'étalon de valeur, devant laquelle beaucoup, et non des moins audacieux, hésiteront et que l'état actuel du monde ne permet de tenter sans risquer d'amener de véritables cataclysmes (1).

(1) Sur un projet qui prétend étendre le *gold exchange standard* à l'univers entier on peut consulter les discours de M. F. Larkworthy aux assemblées générales de la *Ionian Bank* dans ces dernières années et aussi l'*Evidence submitted to the Comi-*

Nous nous sommes arrêtés longuement sur le système de circulation et de change dit à *gold exchange standard* parce que les problèmes qu'il soulève sont de même nature que ceux que nous aurons à examiner à propos du système de circulation à base de papier inconvertible ; et dont nous aurons à nous occuper particulièrement dans cette étude.

V

III. — *Variations des changes des pays à étalon de papier inconvertible.*

Alors qu'il n'y a pas de doute que les pays employant le système du *gold exchange standard* sont effectivement à l'étalon d'or, c'est une question débattue que celle de savoir si un étalon de papier est possible. Elle s'est posée, il y a plus d'un siècle, et elle a été résolue, par le *Bullion Report* (1). On y lit : « on peut en effet, se demander si l'or continue à être notre étalon de valeur véritable ou même si nous avons d'autre étalon des prix que cet instrument de la circulation émis principalement par la Banque d'Angleterre et d'une façon subsidiaire par les banques provinciales, étalon dont les variations de valeur relative peuvent être aussi indéfinies que l'excès possible de cet instrument de la circulation. »

nittee ou currency and Foreign Exchange, Londres, 1919, qui a paru à l'époque dans divers journaux financiers anglais. On trouvera un exposé fidèle en même temps qu'une critique du système de M. Larkworthy dans l'ouvrage de M. Damiris déjà cité, pp. 88 et ss.

(1) Ed. Cannan, p. 16.

Nous avouons ne pas comprendre comment l'or peut demeurer l'étalon des valeurs sous un régime de papier-monnaie puisque tous les prix sont exprimés en monnaie de papier y compris le prix de l'or lui-même (1). Les prix s'élèvent et s'abaissent suivant que la valeur

(1) Certains auteurs affirment cependant que l'or continue à être l'étalon des valeurs sous un régime de papier-monnaie, que, toutes les marchandises et services continuent à être évaluées en or. Mais comme on en reçoit le paiement en papier-monnaie, qui vaut moins que l'or, tous les prix sont majorés en conséquence, et proportionnellement à la perte que fait le papier sur l'or d'après le jugement du public.

Cette question est liée à celle des causes de la valeur de la monnaie que nous discuterons plus bas. Pour le moment, il nous suffit de dire que la valeur par rapport à laquelle sont comparées les autres valeurs, et en termes de laquelle sont exprimés les prix, est ce qu'on appelle l'étalon. Et le papier-monnaie remplit en fait ces conditions. Que ce papier-monnaie change de valeur constamment par rapport à l'or, c'est incontestable. Mais cela n'enlève rien au rôle d'étalon que joue le papier-monnaie. La présence de l'or, pour ainsi dire, derrière le papier-monnaie, n'empêche pas du tout que ce dernier ne joue son rôle d'étalon. Car, voyez comment l'or remplit ce rôle. Sa valeur n'est pas une donnée *a priori* de la conscience. Lorsque, dans la vie journalière, on fixe le prix d'un objet en termes d'une unité monétaire or, on ne compare pas cet objet *directement* à l'or, dont la valeur est, en quelque sorte, immatérielle, invisible, mais on fixe son prix en tenant compte du niveau général des prix, qui est une donnée positive pour tout le monde. Faut-il alors dire que ce n'est pas l'or qui est l'étalon des valeurs, mais une marchandise abstraite dont la valeur serait identique au niveau général des prix? En réalité, dans le cas d'un étalon métallique aussi bien que dans le cas de l'étalon papier, chaque opération de fixation de prix d'une marchandise déterminée, suppose un niveau général des prix. Et c'est pourquoi il nous paraît illogique et vain d'essayer d'expliquer les fluctuations du niveau général des prix, en parlant des circonstances réglant le prix d'une marchandise particulière, ou même d'un groupe de marchandises.

du papier s'améliore ou se détériore. Nous ne faisons pas exception pour le prix de l'or lui-même — ou prime de l'or — et qui n'est considéré comme étant la réciproque de la valeur du papier que parce qu'on suppose la valeur de l'or comme constante.

La possibilité de l'étalon de papier admise, il nous faut maintenant chercher à établir les causes des fluctuations des changes à monnaie de papier inconvertible. Au facteur balance des comptes qui agit seul dans le cas de deux pays ayant l'étalon or, il faut tenir compte ici de la *qualité* de la monnaie, comme dans le cas du change entre deux pays ayant des étalons différents. Ici, cependant, avec l'absence d'un substratum matériel à l'étalon, sa valeur peut baisser jusqu'à zéro. Les exemples anciens, actuels, voire même à l'horizon financier ne manquent pas.

Il est évident que le facteur de la balance des comptes ne peut avoir qu'une faible influence sur le *cours du change*. Et cela est visible pour les pays à papier-monnaie où une prime de l'or est régulièrement cotée. Dans ce cas, analogue à celui d'un pays à étalon d'argent, la balance des comptes fera fluctuer le change autour de la prime de l'or dans les limites du coût de transmission du métal. Aux Etats-Unis, au début de la période des *greenbacks*, on cota le change en papier-monnaie. Comme la spéculation prenait de l'extension et que les fluctuations de la prime de l'or étaient incessantes, les cours du change en subissaient le contre-coup et les banques étaient obligées à tout moment de pratiquer un nouveau cours. Aussi pour éviter cet inconvénient, on cota le change en or. Depuis lors, les cours du change ne furent plus soumis qu'à des fluctua-

tions minimales ; la prime de l'or continuait, par ailleurs malgré les essais de réglementations des marchés — car il y en avait plusieurs — ses soubressauts incessants.

On est ramené ainsi au problème de la prime de l'or, ou ce qui revient au même de la valeur du papier-monnaie, l'or étant considéré comme ayant une valeur stable. Les explications de la valeur du papier-monnaie ne manquent pas mais elles se ramènent toutes à un petit nombre de théories caractéristiques que nous allons examiner dans le chapitre suivant.

CHAPITRE III

LA VALEUR DU PAPIER-MONNAIE. LES EXPLICATIONS ANTIQUANTITATIVES

SOMMAIRE. I. — La théorie la plus communément répandue est celle qui voit la valeur du papier-monnaie dans la *confiance* du public, terme assez vague mais qu'on précise quelquefois, en ajoutant qu'il s'agit de la confiance en un retour plus ou moins rapproché au régime de la convertibilité. Cette théorie ne nie pas l'influence de la quantité de papier sur sa valeur. Logiquement elle devrait accorder une grande importance à la couverture métallique. Cette théorie donne une importance toute spéciale à la catégorie du public qui s'occupe spécialement de l'or. Logiquement, cette théorie devrait soutenir que les produits et les salaires devraient subir des fluctuations synchrones et identiques de prix — en abstrayant des circonstances particulières à chaque produit. Influence momentanée de la spéculation. Les leçons des événements récents. L'expérience individuelle. Le papier-monnaie autrichien après 1872 et le papier argentin de 1830. Les *grenbacks* de 1875 à 1879 et l'opinion de M. Irving Fisher.

II. — Si la balance des comptes ne peut faire varier le cours du change que de peu autour du pair mobile, calculé par la prime de l'or là où elle est cotée, on peut cependant se demander si la prime de l'or elle-même — ou la valeur du papier monnaie — n'est pas due à la balance des comptes. Cette théorie est très ancienne et très répandue de nos jours. L'explication de M. Nogaro. Examen critique de cette théorie. La balance des comptes s'équilibre nécessairement lorsqu'on considère de longues périodes de temps. Et ce n'est pas la hausse du change qui amène l'équilibre. L'enseignement de la

guerre actuel : la spéculation internationale à court terme. Enfin si le cours dépend de la demande de devises étrangères, cette demande se traduit par une offre de monnaie et cette offre est fonction de la quantité de monnaie en circulation.

Avant d'aborder l'examen critique des diverses théories relatives à la valeur du papier-monnaie, il est indispensable que nous nous arrêtions un moment pour examiner ce que l'on entend par valeur du papier-monnaie. On s'accorde généralement, et sauf quelques rares exceptions, à *identifier* la valeur de la monnaie avec l'inverse du niveau général des prix. Ce niveau général des prix est mesuré par les *index-numbers* qui commencent à être d'un usage assez courant. On n'est pas encore complètement d'accord sur la meilleure formule pour la construction d'un *index-number* servant à la mesure de la valeur de la monnaie, mais, même les plus grossièrement calculés, suffisent à indiquer nettement la direction dans laquelle se fait le mouvement. Cela est suffisant pour les besoins journaliers ; ce n'est que lorsqu'il s'agit d'analyses statistiques précises, qu'il devient important d'avoir à sa disposition un index approchant autant que possible de la perfection.

Cette *identification* de la valeur de la monnaie et de l'inverse du niveau général des prix, qui n'implique forcément aucune idée de causalité, ne soulève aucune objection de principe dans le cas d'un système monétaire normal. Dans ce cas, le niveau des prix à l'intérieur est en communication étroite avec le niveau mondial ; le change fluctue dans des limites fort étroites autour du pair, et l'or monnayé est au pair avec l'or

marchandise. Il n'en est plus de même dans le cas de papier-monnaie. Le niveau général des prix à l'intérieur est complètement scindé du niveau mondial, il subit des fluctuations qui lui sont propres. Le change devient erratique et normalement (1), une prime de l'or se manifeste. Théoriquement, *et à ne considérer que les périodes d'équilibre*, le niveau des prix à l'intérieur et la dépréciation du change ou la prime de l'or offrent des mesures semblables de la valeur de la monnaie de papier. Cela suppose, cependant, la valeur de l'or comme stable, ce qui est vrai en temps normal, mais ne l'est plus du tout depuis la guerre. Lorsque la valeur de l'or est elle-même soumise à des fluctuations amples, le cours du change, théoriquement, exprime le rapport entre les niveaux des prix des deux pays envisagés. Dans ce cas, pour éviter ces difficultés, nous croyons que, pour étudier la dépréciation de la monnaie par rapport à sa valeur avant la déclaration du cours forcé, il vaut mieux se borner à la considération de la hausse des prix telle qu'elle est mesurée par l'*index-number*.

Les mêmes remarques s'appliquent au cas de la prime de l'or. Normalement, on considère que la prime de l'or correspond exactement au cours du change. Il ne faudrait pas penser cependant qu'il en est *nécessairement* ainsi. La prime de l'or ne correspond exactement au taux du change que dans le cas où il existe un

(1) Si une loi ne vient pas l'empêcher. En général on défend qu'une *pièce monnayée d'or nationale* circule à plus de sa valeur légale. D'autres fois, on étend cette interdiction aux *monnaies étrangères*. Enfin on peut défendre la vente de l'or en lingots au-dessus du prix légal.

marché libre de l'or, sans interdiction d'exportation ou d'importation du métal. S'il y a une interdiction d'importation, comme ce fut le cas de l'Egypte depuis le printemps de 1918, jusqu'à ces temps derniers, la prime de l'or est plus forte que celle qui serait normale d'après le cours du change.

La prime de l'or, en Egypte, a atteint 80 0/0, alors que la prime de l'or à Londres a très rarement dépassé 30 0/0. On sait que le change égyptien se maintient au pair de la livre anglaise par un système assez original. La levée de l'interdiction d'importation a fait rapidement baisser la prime.

Le contraire a lieu lorsque l'interdiction porte sur l'exportation de l'or. Nous en avons un exemple historique dans la prime de l'or sous le régime du cours forcé en Angleterre, au début du siècle dernier. La défense d'exportation était alors levée pour l'or qu'on affirmait, en prêtant serment, être d'origine étrangère. Or cet or était couramment payé sur le marché 3 ou 4 shillings par once de plus que l'or indigène (1). C'est, croyons-nous, ce qui se passe actuellement en Angleterre. On obtient de l'or pour les arts industriels à un prix sensiblement inférieur au prix coté régulièrement pour l'or venant des mines et pour lequel la licence d'exportation est toujours accordée.

Il s'en faut de beaucoup que l'accord soit fait sur la question de savoir si la dépréciation du papier-monnaie peut-être mesurée par la hausse du change — ou la de prime l'or — aussi bien que par la hausse des prix.

C'était par l'affirmative que répondaient les rédac-

(1) *Bullion Report*, p. 4.

teurs du *Bullion Report*. Mais cela été constamment mis en doute par des hommes d'affaires aussi bien que par des théoriciens. La vieille lutte entre partisans du *currency principle* et du *banking principle* renaît toujours sous une forme ou sous une autre. Quoi qu'il en soit de ceci, les théories anti-quantitatives, qu'elles expliquent la dépréciation, par le crédit attaché au papier par le public ou par la balance commerciale défavorable, ne voient dans la hausse des prix à l'intérieur qu'une conséquence de la hausse du change et de la prime de l'or.

C'est donc par rapport à cette dernière qu'il faudra étudier la dépréciation du papier-monnaie. C'est pourquoi dans les pages qui suivront, la discussion de la valeur du papier roulera surtout, dans l'étude des théories anti-quantitatives, en termes de la prime de l'or, et dans l'étude de la théorie quantitative en termes de la hausse des prix.

Et d'abord, examinons les explications anti-quantitatives.

I

La théorie la plus communément répandue — nous voulons dire par là qu'elle est la plus populaire — est celle qui fait dériver la valeur du papier-monnaie de divers facteurs psychologiques qu'on englobe sous le nom de *confiance*. Quoique cette notion soit généralement assez vague dans l'esprit du public, elle est précisée par les théoriciens et on prétend que la valeur du papier-monnaie dépend du plus ou moins de confiance

que le public, en général, ou même la partie du public qui s'occupe du commerce de l'or et du change, a dans un retour, plus ou moins rapproché, à la convertibilité en or. On voit de suite la variété des événements qui peuvent avoir une influence sur l'esprit du public. On ne peut les énumérer complètement, car on les trouve dans tous les domaines de la vie sociale. Une révolution, une défaite militaire, une émission nouvelle, une crise financière, un budget déficitaire, une mauvaise récolte, que sais-je, tout dans cette théorie peut avoir son influence sur la valeur du papier-monnaie. Il est à remarquer que cette théorie ne nie pas l'influence de la *quantité* de papier sur la valeur du médium circulant ; mais l'influence de la quantité sur sa valeur n'est pas directe, agissant mécaniquement en quelque sorte, sur les prix, comme dans la théorie quantitative ; elle se manifeste par un *processus* psychologique spécial. Plus il y aura de papier émis et circulant et plus la date du retour à un régime de convertibilité sera éloignée.

Bien au contraire, c'est par la crainte de voir la quantité de papier émise s'augmenter que les autres événements, bataille gagnée ou perdue, révolution, etc., influent sur le crédit du pays, excepté peut-être une balance des comptes défavorables qui fait craindre une exportation d'or, ce qui naturellement diminue d'autant les chances d'un retour rapide au régime de la convertibilité.

En somme, cette théorie, poussée à ses fins logiques doit considérer comme de première importance pour expliquer les mouvements du change et ceux des prix — quoique dans une mesure moindre — le *rapport de*

l'encaisse métallique au montant de la circulation. Il nous paraît, cependant, que l'expérience, présente aussi bien que passée, ne permet guère d'expliquer les variations de la valeur de la monnaie et les fluctuations du cours du change par la proportion de la couverture en or. Et nous disons bien la couverture métallique et non la quantité d'or existant dans le pays, car, de l'or, on peut toujours en avoir, et la quantité voulue, *pourvu qu'on y mette le prix* à moins d'un effondrement total du système monétaire.

Nous ferons remarquer, en passant, que cette théorie repose entièrement, et malgré les apparences, sur la loi de l'offre et de la demande. Et ce n'est pas se tromper du tout que de dire que la valeur du papier-monnaie ou la prime de l'or dépendent de l'état de l'offre et de la demande. Mais, c'est aussi ne rien expliquer du tout. L'offre et la demande c'est l'extériorisation de mobiles psychologiques ou la manifestation apparente d'un ensemble de circonstances matérielles dissimulées, jusque là, sous la complexité des phénomènes sociaux. Pour avoir une explication du phénomène, il faut chercher à savoir pourquoi l'état de l'offre ou de la demande est tel à un moment donné. Ainsi dans le cas actuel et d'après la théorie que nous étudions, un phénomène quelconque qui sera interprété par la société comme devant retarder la reprise des paiements en espèces sera l'occasion d'une plus grande offre de papier en même temps que les détenteurs d'or seront moins disposés à s'en séparer (1).

(1) On remarquera que la théorie ainsi présentée n'est pas sans présenter quelques points de contact avec la théorie quantitative.

Cette théorie donne une importance toute spéciale à une catégorie assez restreinte de la population, les spéculateurs sur l'or ou sur les changes. En effet, ce n'est pas tant tout le pays qui manifeste son opinion, mais la gent boursière qui s'agite sur les marchés de l'or. De même les prix à l'intérieur du pays, toujours d'après la théorie, ne sont pas influencés *directement* et *immédiatement* par le crédit attaché au papier par la masse de la population, ce qui ne serait que logique avec les principes de cette théorie, mais par l'influence du change sur le prix des marchandises entrant dans le commerce extérieur, tant à l'importation qu'à l'exportation. Les exportations étant payables en or et l'or faisant prime sur le papier, il devient profitable d'exporter le plus possible de marchandises, ce qui amènera tout naturellement une hausse de leurs prix. De même les marchandises importées étant payables en or, leur prix en papier doit nécessairement s'élever. Comme d'autre part, les marchandises s'échangent habituellement entre elles, dans des proportions relativement fixes, la hausse ne tarde pas à se généraliser. Cet ensemble de considérations explique pourquoi les fluctuations des prix sont moins rapides que celles de la

Elle ne lui est certainement pas opposée. M. le prof. *Irving Fisher* dit : « Nous avons vu que les exceptions apparentes [à l'équation des échanges] due à un manque de confiance dans le papier-monnaie ne sont pas réellement des exceptions, parce que le manque de confiance se manifeste à travers les grandeurs de l'équation des échanges. Le manque de confiance augmente la vitesse de circulation et diminue le volume des affaires traitées au moyen de la monnaie. » *The purchasing power of money*, New-York, 1918, p. 275, v. aussi p. 263 (1^{re} éd. 1911).

prime de l'or et les suivent habituellement — ce qui n'est pas toujours le cas (1).

Et cependant, on peut se demander jusqu'à quel point cette affirmation que le mouvement de hausse ou de baisse du niveau général des prix se communique de proche en proche après avoir pris son élan dans le groupe de marchandises entrant dans le commerce extérieur, ne contredit pas l'affirmation que c'est le crédit attribué au papier par la communauté qui est la cause de sa valeur. Ce crédit est un phénomène de *psychologie sociale* qui s'imposerait, en quelque sorte, du dehors aux individus. Les mouvements des prix devraient s'étendre en conséquence, en même temps et globalement, à tous les produits et services. Autant on peut comprendre que les autres théories de la valeur du papier-monnaie puissent soutenir, sans risque de se contredire, que les mouvements des prix s'étendent de proche en proche, à cause des différents obstacles que leur opposent les phénomènes psychologiques sociaux, autant il semblerait logique d'admettre que ces mêmes phénomènes faciliteront, dans le cas de notre théorie, l'extension du mouvement à tous les produits à la fois.

Sans parler de la prééminence accordée par cette théorie aux spéculateurs sur l'or pour interpréter le degré de confiance que le pays a dans le papier, sans parler non plus de la prééminence accordée à l'or sur les autres marchandises, alors que *sous un régime de papier-mon-*

(1) Cf. W.-C. Mitchell, *History of the greenbacks, 1862-1865*. Chicago, 1903, ch. iv, pp. 275 et ss. et *Gold, wages, and prices under the greenback standard*, Berkeley, 1908, pp. 251 et ss.

naie l'or est une marchandise comme les autres, l'expérience individuelle et l'enseignement apporté par la guerre mondiale, nous empêchent de nous rallier à cette théorie.

Nous sommes loin de nier que la spéculation puisse avoir une influence assez considérable sur les cours pratiqués. Mais cette action est toute momentanée et si elle n'est pas soutenue par des forces économiques réelles, elle sera éphémère. Les graphiques des cours du change publiés depuis la guerre ne laissent nullement l'impression que les mouvements *directifs*, non les fluctuations éphémères, soient causés par la confiance du public étranger ou de la population indigène (1). Il aurait fallu pour que cette théorie fut vraie, que, pendant cette guerre, les changes des alliés aient des fluctuations en sens contraires des fluctuations des devises centrales. Ce qui est frappant, au contraire, c'est leur marche sensiblement parallèle (2). Des hausses ou des baisses rapides, peuvent, en fait, être expliqués par des événements politiques et financiers, mais elles ont toujours été éphémères. La hausse du mark

(1) Car, enfin, c'est aussi une question que de savoir si, à côté de la confiance du public à l'intérieur, il ne faudrait pas et surtout, considérer celle de l'étranger.

(2) V. *Les changes à Genève depuis la guerre 1914-1919*, graphique paru dans la *Situation économique et financière* du 7 février 1920. Voir aussi les admirables graphiques qui paraissent, de temps à autre, dans les bulletins de la *Société de Banque Suisse*. On trouvera aussi des graphiques sur le change suisse dans les *Rapports annuels de la Banque Nationale Suisse*. Pour les changes à New-York voir le *Bulletin du Federal Reserve Board*. Pour les changes en Suède et en Hollande v. les rapports de la *Sveriges Riksbank* et de la *Nederlandsche Bank*.

et de la couronne à la conclusion de l'armistice sur le front russe est instructive à ce sujet. Mais, comment alors, expliquer la baisse qui l'a suivie et qui coïncide avec les victoires sur le front occidental, victoires qui sont la suite naturelle de la trahison russe ? (1) Il est vrai qu'on écarte la difficulté en disant que les victoires allemandes, en faisant craindre la prologation de la guerre étaient interprétées par les neutres comme défavorables au crédit des Centraux. Nous doutons fort de cette germanophobie constante des neutres pendant la guerre.

Quant au public allemand, nous savons qu'il illuminait, sonnait le tocsin à chaque nouvelle victoire et qu'il ne cachait guère sa joie à l'idée des fortes indemnités que paieraient les alliés. (2) Mais que dire des victoires des alliés, les victoires au cours de la guerre et non les victoires finales ? Que dire de l'entrée en guerre des Etats-Unis, suivie d'une baisse générale de toutes les devises ?

Restent les victoires finales qui ont certes coïncidé avec une amélioration des changes alliés, et même des devises centrales, mais à part le dollar, le mouvement ne dura pas longtemps, et ses effets disparurent dans le

(1) Et qu'en ne dise pas que dans les milieux financiers, on se rendait compte que la fin de la guerre ne changerait rien à la situation financière des vainqueurs et des vaincus. Dans les milieux financiers on ne se rendait compte que d'une chose, c'est que la guerre finie, l'Âge d'or commencera pour tout le monde.

(2) Cfr. à ce sujet, le chapitre profondément ironique sur les indemnités dans l'ouvrage de notre maître, M. Ch. Rist, sur *les Finances de guerre de l'Allemagne*, Paris, 1921, ch. vu, pp. 210 et ts.

courant de 1919 et 1920. Ici, il est vrai, on peut soutenir qu'on s'est aperçu qu'on s'était trompé sur le crédit de tous les Etats et que la baisse des devises n'a fait que corroborer la théorie psychologique. Nous ferons simplement remarquer que la baisse commence à se dessiner nettement à la conclusion de l'armistice, au moment où on ne réalisait pas encore l'immensité des désastres occasionnés par la guerre dans tous les pays, vainqueurs aussi bien que vaincus.

Quoi qu'il en soit de ces questions de fait, nous n'avons nullement l'impression d'une *évaluation mentale* quelconque de la valeur de la monnaie toutes les fois que nous faisons un achat. Au contraire, nous avons nettement l'impression que la hausse — et actuellement la baisse — est fatale qu'elle se fait en dehors de nous et que nous ne pouvons rien contre (1). « Nous autres Russes (et il ne faut plus être Russe hélas, pour en faire l'expérience), disait *Nikolsky*, il y a long-

(1) On a beaucoup parlé récemment de la « grève des consommateurs » et des restrictions *volontaires*. Nous n'y croyons pas beaucoup. Le public ne s'est pas restreint pour la seule raison qu'il le voulait bien, pour le plaisir d'ennuyer les « profiteurs » mais, parce que avec la hausse des prix, son pouvoir d'achat, la marge des revenus à dépenser, diminuait. Il était *obligé* de se restreindre. Une fois que l'équilibre était atteint entre le pouvoir d'achat du public et le niveau général des prix, la hausse devait s'arrêter et une baisse se dessiner. C'est pourquoi il nous parait vain d'expliquer les crises périodiques par la surproduction ou la sous-consommation sans prendre en considération, d'un autre côté, la *marge de revenus disponibles* du public. Cette dernière est fonction de l'inflation. Voir cependant une explication intéressante de la crise actuelle par la sous-consommation, par *Jean Lescure*, *Baisse des prix et surproduction* in *Rev. écon. intern.*, nov. 1920, pp. 677 et ss.

temps, qui avons chaque jour affaire au papier-monnaie, nous savons bien que dans nos têtes, il ne se passe pas de processus d'idées de ce genre [évaluer le billet d'après sa convertibilité éventuelle]. Lorsque nous vendons ou achetons contre du papier-monnaie, nous ne nous représentons pas même mentalement une valeur quelconque en monnaie métallique. » (1) Il est facile d'en faire l'expérience actuellement.

Demandez au premier venu, à brûle pourpoint, le prix auquel il consentirait de céder un bien durable — un immeuble ou une perle — dont il connaît le prix en papier, si le paiement lui était fait en or, et je crois qu'il hésitera longtemps avant de répondre.

En réalité, le papier monnaie « constitue une monnaie indépendante, une monnaie dans le sens strict du terme. Il circule pour son propre compte et ne dérive de la monnaie métallique qu'historiquement » (2).

En outre, comment expliquer, avec cette théorie, des faits tels que les suivants et que nous emprunterons à l'histoire du cours forcé en Autriche (3)? L'unité monétaire autrichienne était le florin d'argent et le cours du change était coté en prenant pour base le florin d'argent qui représentait le pair. Il existait une prime de l'argent sur le papier. A partir de 1872, comme la baisse de l'argent par rapport à l'or s'accroissait, on remarque

(1) *Le papier-monnaie en Russie*, 1892, cité par B.-S. Chlepner *La théorie du papier-monnaie et la théorie générale de la monnaie*, *Rev. d'écon. pol.*, juil.-août 1914, p. 456.

(2) Chlepner, article cité, p. 456.

(3) Avant la guerre. M. Chlepner s'occupe des mêmes faits dans l'article précité mais nous croyons qu'il en donne une interprétation excessive en faveur de sa thèse.

que le change autrichien ne se dépréciait pas dans les mêmes proportions que l'argent métal. La prime de l'argent baissait donc. Lorsqu'en 1879, la prime de l'argent disparut complètement, il y eut une importation en quantité considérable de lingots d'argent pour être frappés et le gouvernement autrichien suspendit la frappe libre du métal blanc. Dès lors, le florin en papier était une monnaie indépendante, n'étant basée sur aucun système monétaire déterminé. Il est, en outre, remarquable que le public financier ne s'est pas aperçu de l'anomalie, et on ne peut dire en conséquence, que c'est grâce à la croyance que la convertibilité aurait lieu en or qu'il y eut une prime du papier sur l'argent (1). La vérité est que le papier a vu sa valeur s'améliorer indépendamment de toute idée de convertibilité future du papier en un métal ou en l'autre. Cette amélioration n'aurait pu continuer si la frappe libre de l'argent n'avait pas été défendue en 1879. Ce qui prouve bien que l'amélioration tenait à des causes indépendantes de l'idée de convertibilité éventuelle, c'est cet afflux d'argent qu'on a vu se produire en 1878-1879, lorsque la prime de l'argent disparut. Cet afflux était rendu *possible* et même *nécessaire* par cette amélioration même de la valeur du papier-monnaie. Si la convertibilité du papier n'allait plus se faire en argent, pourquoi donc cette importation d'argent métal ? Elle n'était d'aucun profit. Mais, si la frappe libre allait être admise, l'amélioration de la valeur du papier-monnaie

(1) Cfr. G. Subercaseaux, *Le papier-monnaie*, Paris, 1920, pp. 180-186. Voir, cependant ce qu'en dit Laughlin dans *Principles of money*, p. 532.

aurait continué, si les frappes nouvelles n'étaient venues diluer en quelque sorte la circulation monétaire.

D'ailleurs, comment peut-on dire que c'est la confiance dans la convertibilité qui donne au papier sa valeur, alors que souvent, comme ce fut le cas en Autriche et en Russie, c'est cette valeur même qu'on a pris en considération pour fixer le taux de conversion (1) ?

De nos jours les détenteurs de papier monnaie ne savent plus, non seulement quand et en quoi la convertibilité se fera, mais ils ne savent plus aussi à quel taux elle se fera.

L'exemple du premier papier-monnaie émis en Argentine en 1836 est encore plus frappant. Ce papier fut émis dans des conditions toutes particulières : on avait décidé, en effet, que ce ne sera que deux mois avant le terme fixé pour la conversion que le Congrès déciderait la forme en laquelle elle se ferait (2).

On fait aussi grand cas de la marche de la prime de l'or sur les *greenbacks* à partir de l'acte de 1875. Cet acte prévoyait pour le 1^{er} janvier 1879, la convertibilité du papier en or. M. le professeur *Irving Fisher* (3), a fort clairement montré qu'il n'y eut rien alors qui put confirmer la théorie en discussion ou infirmer la théorie quantitative. Il est incontestable qu'à partir du *Redemption Act* de 1875, la valeur du papier par rapport

(1) Des hommes aussi avisés que M. G. Vissering recommandent d'user de cette méthode pour certains papier-monnaies existant actuellement, à juste titre croyons-nous, Voir pp. 64-66, de *Problèmes internationaux économiques et financiers*. Paris 1920.

(2) G. Subercaseaux, *ibid.*, pp. 188-190.

(3) *Purchasing power of money*, pp. 261-263.

à l'or devait sensiblement coïncider avec sa valeur nominale moins les intérêts à courir jusqu'au 1^{er} janvier 1879. Et on conçoit alors fort bien comment la spéculation en arrivait à régler la quantité de papier en circulation. Si la valeur du papier s'élève au-dessus de sa valeur nominale moins les intérêts à courir tout le papier sera rendu à la circulation. Dans le cas contraire, le papier sera thésaurisé. Et M. le professeur *Fisher* a donc bien raison d'écrire : « Il est bien vrai que la confiance dans la convertibilité était, dans ce cas, la cause finale de l'appréciation du papier monnaie, mais les adaptations (*readjustments*) causées par cette confiance supposent une réduction dans la quantité de monnaie en circulation. Sans une pareille adaptation l'appréciation aurait été impossible comme le montre nettement l'équation des échanges (1) ». En outre, fait-il remarquer si au moment où l'acte a été passé, la valeur du papier était assez élevée, l'éventualité d'une conversion prochaine n'élèverait pas sa valeur encore plus. Il faudrait même ajouter que si sa valeur actuelle était supérieure à la valeur nominale moins les intérêts, l'acte aurait eu ce résultat paradoxal de *déprécier* le papier.

Il faudrait donc conclure avec le savant professeur que « l'excès de l'émission produit une hausse des prix, non seulement parce que la quantité augmente, mais aussi parce que la confiance décroîtra ce qui affecte, la sphère d'usage de la monnaie et par conséquent le volume des transactions accomplies au moyen de monnaie, et accélère sa vitesse de circulation. » (2)

(1) *Fisher, op. cit.*, p. 263.

(2) *Ibid.*, p. 265. Dans ce passage on voit bien que le manque de confiance s'ajoute dans ses effets sur la valeur de la monnaie,

Nous croyons donc pouvoir rejeter cette théorie. Nous sommes loin de nier le rôle joué par les facteurs psychologiques dans les courtes oscillations du change, mais il nous semble que c'est une erreur de croire que les niveaux autour desquelles se font ces courtes oscillations, ceux qui impriment aux cours du change leurs mouvements directifs et leur signification, soient occasionnés par la confiance dans un retour plus ou moins rapproché au régime de la convertibilité. La confiance dans le crédit du gouvernement ou de l'institution émettrice (confiance générale et qui ne touche que de loin au retour à la convertibilité) joue certes un rôle énorme au début ou à la fin d'une période du papier monnaie, lorsque le public peut aller jusqu'à refuser de s'en servir comme d'un instrument de la circulation; ce fut le cas du Pérou de 1815 à 1822; de certains Etats de l'ouest, comme la Californie, pendant la période des *greenbacks*, qui refusèrent de se servir du papier qu'on venait d'émettre; de la France, à la fin de la période des assignats. Mais tant que le papier est reçu dans la circulation comme monnaie, sa valeur est gouvernée par des circonstances autres que la confiance et que nous aurons à examiner dans les paragraphes suivants.

à l'action du volume de la circulation. Mais il ne faudrait pas croire qu'il en est toujours ainsi. La guerre a bien montré, surtout au début d'un régime de cours forcé, que le papier pouvait ne subir aucune crise de confiance.

Voir aussi pages 264 et 265, l'explication que donne Fisher des *réactions instantanées* sur les prix, d'une défaite, par exemple, ou d'une émission nouvelle.

II

Nous avons vu plus haut pourquoi (1) les fluctuations dans la balance des comptes ne peuvent occasionner des variations dans les cours du change que dans des limites très étroites autour du pair *mobile* calculé au moyen de la prime de l'or. Il ne s'en suit nullement que la balance des comptes ne puisse avoir une influence indirecte sur les cours pratiqués, par son influence sur la prime de l'or. Et c'est ce que prétendent en effet, certains théoriciens. *M. A. Spitzmuller* écrit, par exemple, en parlant du florin papier d'Autriche dont nous avons parlé dans le paragraphe précédent : « L'étalon monétaire autrichien n'était déjà plus, en fait, celui d'argent. Il n'y avait en réalité qu'un étalon de crédit (Crédit währung) dont la valeur, dans le change international, dépendait seulement de la balance des paiements internationaux de la monarchie austro-hongroise et, dans les prix des produits nationaux, suivait les fluctuations des différents facteurs qui déterminent les prix (??) (2) ». Cette théorie est défendue actuellement, entre autres (3), mais avec plus de rigueur et de vivacité par M. le professeur *B. Nogaro*. Nous avons déjà vu l'application qu'il en fait pour expliquer le fonc-

(1) V. plus haut ch. II, § 5, p. 54.

(2) *Die oesterreich-ungarische Währungsreform*, Vienne, 1902, cité par *Subercaseaux*, *op. cit.*, p. 186.

(3) Par exemple M. le prof. *M. Ansiaux*, *La Politique régulatrice des changes*, Leipzig et Bruxelles, ch. II. Nous pourrions citer aussi M. *Gide*, *De l'influence de la guerre sur les prix*. Rev. éc. pol., mai-juin 1915, p. 215 et *L'or et le change*, *ibid.* mars-avril 1916, pp. 81 et ss.

tionnement du système dit à *gold-exchange standard*. Nous allons voir maintenant l'application qu'il en fait au régime de l'inconvertibilité.

D'après lui, la quantité de la circulation n'a aucune influence sur la prime du métal, excepté peut-être à travers la croyance psychologique courante, mais vague et mal définie, que cette influence existe. Et il ajoute « on peut donc dire que la dépréciation tient d'abord — *comme la prime limitée des pays ayant une monnaie extérieure* — à la nécessité de solder les différences avec l'étranger ; et d'autre part à l'absence ou l'insuffisance du stock de monnaie valable à l'extérieur. Et quoique l'on ne puisse expliquer strictement toutes les oscillations du change dérégulé par l'état présent du rapport entre ces deux termes, solde à régler et moyens de réglemens disponibles, on doit conclure que, en ce cas, la dépréciation, c'est-à-dire la prime, apparaît par suite de la nécessité d'opérer des réglemens à l'étranger, et qu'elle ne disparaît que lorsqu'il y a des disponibilités suffisantes, pour faire face, en tout état de cause, à ce besoin (1) ».

Cette théorie n'est pas d'ailleurs nouvelle. Au moment où le *Bullion Committee* se réunissait, on croyait généralement que la dépréciation du change était due à l'état de la balance des paiements (2). A part *Sir Francis Baring* et un témoin anonyme — le plus perspicace de tous et que M. le professeur *Cannan* identifie avec le vieux *N. M. Rothschild* (3) — les témoins appelés

(1) *B. Nogaro*, article précité. in *Rev. écon. intern.* 1908, t. III, p. 513.

(2) Cf. *Bullion Report*, éd. *Cannan*, p. 18.

(3) *Ibid.*, page XLII de l'introduction.

ne se rendaient pas compte de la réalité de la situation. Les réponses du témoin anonyme montrent clairement que d'après lui, c'est le déficit de la balance des comptes qui était la cause de la prime de l'or. Interrogé sur la part qui revient dans la baisse du change aux mesures de blocus prises contre l'Angleterre, d'une part, et à l'inconvertibilité du papier en circulation de l'autre, il répond : « Je crois que *toute la dépréciation est due, à l'origine, aux mesures prises par l'ennemi* ; et le fait qu'elle se soit maintenue, à l'inconvertibilité du papier en espèces(1). »

Mais revenons à la théorie de M. Nogaro. La notion de dépréciation n'est pas une *notion absolue*, éveillant l'idée d'une monnaie malade, qu'il faut assainir, mais c'est une *notion relative*. Une monnaie est dépréciée par rapport à quelque autre chose. Elle est dépréciée par rapport à une autre monnaie *nationale* par exemple et alors « l'accroissement des émissions semble bien influencer directement sur la dépréciation, et, *comme on continue à évaluer et à coter toutes choses par rapport à l'ancienne monnaie, les prix, dans leur ensemble montent en proportion de la dépréciation* (2) ». Cette hypothèse, s'empresse-t-il d'ajouter, ne se réalise pas de nos jours.

(1) *Bul. Rep.*, p. 20.

(2) *Nogaro, Rev. écon. int.*, 1908, t. III, p. 516. C'est ce qui expliquerait, d'après nous, la valeur des écus de cinq francs. Nous nous permettrons de faire remarquer que l'hypothèse telle qu'elle est présentée dans le texte n'a pu *jamais* jouer. En effet, ou la loi de Gresham joue et la monnaie dépréciée reste seule en circulation, remplissant son rôle d'étalon et les prix s'élèveront en conséquence ; ou la loi de Gresham ne joue pas, et c'est la monnaie dépréciée qui circulera à un taux inférieur à sa valeur nominale ; la bonne monnaie restera l'étalon et le niveau général

La seule dépréciation qui se rencontre actuellement est celle qui est relative, à une *monnaie extérieure*. « Or, en ce cas, ce n'est pas par suite de la dépréciation que le change est instable ; c'est au contraire, parce que le change est instable que nous constatons une dépréciation : elle apparaît à l'occasion d'une opération de change en vertu d'un mobile psychologique très précis et résulte de la difficulté éprouvée à se procurer des moyens de règlement à l'étranger. » (1) La dépréciation ne dépend pas de la *nature* de la monnaie métal ou papier ; « la dépréciation n'apparaîtra pas avec une balance de comptes constamment créditrice » (2) ; elle ne dépend pas *directement de la quantité* de monnaie intérieure, « une raréfaction de cette monnaie intérieure, alors même qu'elle en accroîtrait la valeur aux yeux des habitants du pays ne l'empêche pas d'être sans utilité aux yeux des étrangers, lorsqu'ils ne sont pas débiteurs, tandis que les habitants continuent pour régler leur solde à

des prix restera sensiblement sans changement. C'est surtout la partie que nous avons soulignée que nous critiquons.

Et cependant nous faisons bon accueil à la première partie de l'affirmation de M. *Nogaro*. Les émissions excessives d'une monnaie peuvent la déprécier, dit-il, par rapport à une autre monnaie intérieure et c'est très vrai. Mais cette dépréciation même a pour effet, par le mécanisme de la loi de *Gresham*, de raréfier graduellement cette monnaie intérieure et on passe ainsi *insensiblement* de la dépréciation par rapport à une monnaie intérieure à la dépréciation par rapport à une monnaie extérieure. Nous ne sentons pas le besoin, dans ces conditions, d'assigner une explication différente à chacune de ces dépréciations.

(1) *Ibid.*, p. 516.

(2) *ibid.*, p. 517.

payer une prime pour obtenir la monnaie extérieure » ; (1) elle dépend *indirectement du crédit de l'Etat* parce que le cours forcé rend le stock d'or indisponible ; « la dépréciation ne dépend ni du stock d'or ni de la balance des comptes, mais du rapport entre ces deux éléments (2). »

Comme conclusion, notre auteur prétend qu'au lieu de conseiller aux peuples égarés d'assainir leur monnaie à tout prix il faudrait leur dire : « Abstenez-vous d'une réduction inutilement onéreuse de la circulation ; mais créez une caisse de conversion et usez des moyens en votre pouvoir pour vous efforcer d'avoir une balance des comptes créditrice. » (3)

(1) *Ibid.*, p. 517. Mais cette monnaie ainsi raréfiée ferait baisser les prix à l'intérieur et l'étranger y trouverait son compte en l'acceptant car il pourrait acheter avec, des marchandises, et il l'acceptera d'autant plus facilement qu'elle sera plus appréciée à l'intérieur. Nous croyons que le niveau des prix à l'intérieur est capital au point de vue de la fixation du cours du change.

(2) *Nogaro, Rev. éc. inter.*, 1908, t. III, p. 517.

(3) *Ibid.*, p. 518. On peut comparer à ces opinions du savant professeur celles qu'il a exposées dans un remarquable article paru dans le *Monde Nouveau* de juin 1919 sur *L'émission d'un billet de banque international*. A ces conseils de M. le prof. Nogaro, il est instructif d'opposer ceux que M. le prof. E. Cannan, de Londres, donne aux pays à monnaie actuellement dépréciée. « Quand le voile tombera des yeux des peuples de l'Europe, gégnant sous le poids de la hausse des prix, ils n'iront plus criant à leurs gouvernements : « Mort aux profiteurs », mais : « Incinérez votre papier-monnaie et incinérez-en jusqu'à ce qu'il vaille autant d'or qu'il en valait autrefois. » *The paper pound*, introduction, p. xli. Il est vrai qu'il s'est attiré avec cela les foudres du *Statist*, le journal de Sir George Paish, accueilli franchement aux Etats-Unis parce qu'il voyait le remède à la situation actuelle dans une inflation mondiale, et cela, au moment où le *Federal Reserve Board* commençait enfin, sa politique de déflation. Je ne crois pas me tromper en identifiant le *misguided*

Telle est, au long, la théorie de M. le professeur *Novaro*. On doit rendre hommage à la clarté, la vigueur et la solidité de l'appareil logique avec lequel elle est présentée. Mais elle nous semble insuffisante pour expliquer la valeur du papier-monnaie. Et d'abord, nous avons dit ce que nous pensions de la différenciation qu'il peut y avoir à un moment donné entre la valeur de la monnaie à l'intérieur et à l'extérieur. Après une période d'adaptation qui peut, il est vrai, être plus ou moins longue, les prix à l'intérieur atteignent la dépréciation du change par rapport à la monnaie extérieure et réciproquement — à moins de circonstances extraordinaires comme celles dans lesquelles le monde se débat actuellement. (1).

Mais venons-en aux points essentiels de la théorie, Il est bien vrai que la dépréciation apparaît à l'occasion d'une opération de change, quoi qu'il soit certainement exagéré de prétendre que la dépréciation n'apparaîtra pas avec une balance constamment créditrice. Ce qui est certain, c'est qu'une fois la cause de la dépréciation — un gros solde à régler à l'étranger — disparue, le change ne peut se relever de lui-même. La dépréciation était virtuelle, l'opération du change la matérialise en quelque sorte. Nous ne saurions trop affirmer —

professor du Statist avec M. le prof. Cannan. V. Statist du 3 janv. 1920.

(1) Par prix, nous entendons, bien entendu, les prix de gros des matières premières. Ce sont ceux qui répondent le plus facilement aux variations de la valeur de la monnaie. Pour les prix de détail et les salaires, des circonstances particulières viennent les empêcher de subir des fluctuations aussi rapides que celles de la valeur de la monnaie. Mais on peut dire que l'adaptation finit toujours par se faire.

c'est ce que fait avec une louable insistance M. Nogaro — que la dépréciation ne se manifeste pas par une création spontanée, par une opération *sui-generis* mais qu'elle apparait, petit à petit, à l'occasion d'opérations économiques successives dont les effets s'ajoutent les uns aux autres : achats de change sur l'étranger et — c'est ce qui nous sépare de M. Nogaro — achats d'objets quelconques à l'intérieur. Mais nous pensons qu'il y a loin de là à affirmer que l'opération, à l'occasion de laquelle s'est manifestée la dépréciation, solde débiteur envers l'étranger ou demande accrue de marchandises à l'intérieur, est la cause de cette dépréciation. Ce n'est pas d'ailleurs pour le vain plaisir de faire des distinctions scolastiques subtiles sur les causes premières ou secondes, efficientes ou finales que nous insistons là-dessus. Mais la question a son intérêt pratique.

Nous ferons aussi remarquer que la demande d'or comparée à la demande de monnaie nationale, ne dépend pas uniquement de l'état de la balance des comptes mais de mille autres facteurs à côté. Sans parler de la demande pour les arts, demande qui est susceptible de varier sous l'influence du prix auquel on peut se procurer le métal, il faut tenir compte des ventes spéculatives qui, comme nous l'avons vu, tiennent souvent à des causes psychologiques qui n'ont rien à voir avec la balance des comptes, quant à leur origine. Ces ventes spéculatives d'or servent, au contraire, à rétablir cette balance (1), comme nous le voyons en ce moment.

(1) Actuellement, ce ne sont pas les ventes spéculatives d'or qui se produisent, mais ce sont des ventes de devises étrangères : dollars, livres, florins, etc., etc. La situation est au fond la même.

Enfin, on se demandera peut-être ce qu'on entend exactement par stock d'or disponible. Et alors, deux hypothèses sont à envisager. Si on entend par là, le stock d'or servant de couverture aux billets émis, il faut faire une distinction : ou bien ce stock servira à rembourser les billets en circulation, ne fut-ce que pour les besoins des règlements extérieurs, et, dans ce cas, nous sommes en dehors de l'hypothèse du papier-monnaie inconvertible, ou bien ce stock sommeillera dans les caves des instituts d'émission ou des trésoreries gouvernementales et alors, il n'aura aucune influence sur le change. Mais si l'on entend par stock d'or disponible, la masse d'or — ou de devises étrangères — existant sur le marché, nous ferons simplement remarquer que cette masse à tout moment s'identifie avec la balance des comptes. Et ce rapport entre le stock disponible et la balance des comptes dont on fait dépendre les fluctuations du change, serait donc constamment égal à l'unité.

Et, de plus, à considérer de longues périodes de temps, la balance des comptes doit nécessairement s'équilibrer. On ne peut absolument pas concevoir une balance des comptes constamment favorable ou défavorable à un pays. Et c'est généralement le mouvement des capitaux, à court ou à long terme, qui vient combler le déficit commercial, en comprenant sous ce terme les prêts, assurances, dépenses des voyageurs, etc. Ainsi, d'après un tableau dressé par M. *Thomas. Ed. Lamont*, de la maison J. P. Morgan and Co, les crédits *nets* ouverts par les Etats-Unis aux pays étrangers depuis le 1^{er} août 1914 jusqu'au 10 décembre 1919, s'élevaient à 11.826 millions de dollars, ce qui est sensiblement égal à la balance commerciale favorable aux Etats-Unis

pendant l'époque considérée (1). Et le processus n'a pu que continuer depuis.

Mais une question importante se pose. La balance des comptes s'équilibre, certes, quand on considère de longues périodes de temps. Mais cet équilibre ne se ferait-il pas justement à la faveur de la hausse du change, due à la rupture de ce même équilibre ?

M. G. *Del Vecchio* (2) montre fort bien que si la balance s'équilibre ce n'est pas du tout par suite de la hausse du change (3). Une hausse momentanée du change peut, certes, produire des tirages financiers. « Mais, durant les longues périodes de temps, un change élevé ne peut susciter directement aucune augmentation d'offre d'aucune sorte. La devise extérieure n'est pas un bien susceptible d'autres emplois en dehors des paiements internationaux, toute la quantité est (considérant de longues périodes de temps) intégralement offerte... Par conséquent, elle ne donne lieu d'aucune façon à une demande capable de contraction ou d'expansion en correspondance avec les mouvements du change. » Une fois cela admis, M. *Del Vecchio* dit : « l'élévation du change, si elle dépendait d'une offre insuffisante de devises occasionnerait ou un solde de débits bancaires envers l'étranger, ce qui ne s'est pas pro-

(1) Cf. *Times*, *Annual Financial and Commercial Review*, 23 janv. 1920.

(2) Cf. G. *del Vecchio*, *Questioni di economia teorica relativa alla guerra*. *Giorn. degli Economisti*, août 1916. Suppl., § 13 et ss. On peut aussi consulter du même auteur, *Contributi alle dottrine della circolazione*, *ibid.*, février 1914, pp. 109 et ss.

(3) *Questioni*, etc., § 20.

duit (1), ou une baisse du change correspondante à la hausse précédente au moment du paiement effectif des dettes temporaires créées pendant la période où l'offre de devises était inférieur à la demande. Un tel paiement aurait eu lieu, en fait, moyennant l'émission d'emprunts permanents ou à long terme. Comme on n'a constaté ni l'un ni l'autre de ces deux effets, on peut retenir que c'est la dépréciation du papier en circulation grâce à la forte émission, grâce aussi à l'inflation du crédit, et non pas la susceptibilité du change de s'élever sans limites par l'effet des rapports internationaux en l'absence des points de sortie de l'or, qui se manifeste dans l'élévation des cours. »

Depuis que cet article a été écrit et M. J. *Décamps*, le distingué chef des études économiques à la Banque de France, l'a fort bien montré (2), la balance des comptes de la France (et des pays à situation économique analogue) s'équilibre grâce aux achats de francs français par les spéculateurs étrangers, dans l'espoir d'une appréciation future de la valeur du franc en leurs monnaies nationales. De temps en temps, comme ils sont déçus dans leur attente et que leurs banques leur réclament les marges nécessaires, ils sont obligés de vendre leurs francs, ce qui en accentue la baisse. Aux taux nouveaux, d'autres spéculateurs s'engagent dans des opérations analogues, mais ils sont exécutés à leur tour et ainsi de suite. C'est ce qui explique la « baisse par paliers » successifs et aussi la marche solidaire,

(1) Nous rappelons que l'article a été écrit en avril 1916.

(2) *Le crédit international et la crise du change*. Communication faite à la *Société d'Economie politique*, 6 avril 1920.

presque parallèle de tous les changes dépréciés, la baisse aussi bien que la hausse s'étendant au même moment à toutes les devises : francs français et belges, lires, marks, voire même couronnes, etc., etc.

L'enseignement à tirer de cette étude de M. *Décamps* est que la balance des comptes s'équilibre grâce à la spéculation étrangère, *spéculation à court terme* (1). Mais si cette balance s'équilibre, ce n'est donc pas son déficit qui est la cause de la baisse du change.

Il ne faudrait pas penser non plus que c'est la spéculation qui fait la loi du marché. Elle subit bien plus qu'elle n'impose les conditions du marché. Pendant un temps, la spéculation arrive à arrêter le jeu des forces économiques, mais celles-ci sont, en fin de compte, les plus fortes et elles amènent les changes au niveau d'un nouveau palier.

Enfin, si comme on le dit, la balance des comptes étant défavorable une demande accrue d'or se produit, *cette demande se traduira nécessairement par une offre de papier*. Et pourquoi, alors, si on tient compte de la quantité d'or ou de change disponible ne tiendrait-on pas compte aussi de la quantité de monnaie émise et en circulation ? Et ici, nous touchons à une question plus importante. M. *Nogaro* ne nie pas toute influence de la quantité de monnaie sur les prix. Il est opposé simplement à la forme de la théorie quantitative qui expliquerait la valeur de la monnaie, par une demande de mon-

(1) On peut se demander cependant si cette spéculation à court terme peut continuer pendant longtemps. Ses moyens sont nécessairement limités ; ces limites ne sont pas loin d'être atteintes et il faudra, une fois les limites atteintes, songer à consolider le flottant.

naie distincte de la demande des marchandises (cette demande n'existe, d'après lui, que dans l'échange d'un numéraire contre une autre sorte de numéraire). Il n'est pas opposé, *en principe*, à la théorie quantitative-pouvoir d'achat, qui explique la hausse des prix par une demande accrue de marchandises (1). Il fait quelques réserves, certes, mais ces réserves ne s'appliquent pas dans le cas d'une énorme émission de papier-monnaie. Si donc les prix haussent par suite d'une émission de papier, pourquoi ferait-on exception pour le prix de l'or ? Si les prix s'élèvent par suite d'une demande accrue, pourquoi ne pas aller jusqu'au bout et affirmer que cette demande accrue de marchandises est elle-même la cause de la balance défavorable ? Il n'y aurait rien là que de très logique. Nous ne comprendrions pas, en effet, que pour la seule raison que la balance des comptes est déficitaire, tout un peuple en arrive à vivre sa vie à des prix dix, vingt ou trente fois plus élevés que ses voisins, s'il n'y avait, par ailleurs, d'autres raisons pour expliquer et rendre supportable la hausse des prix et la dépréciation des changes.

Nous sommes ainsi amenés à nous occuper des théories de la valeur du papier-monnaie qui voient dans la quantité en circulation les explications des variations de sa valeur.

(1) Cf. *Contribution à l'étude*, etc. Il insiste particulièrement là-dessus dans la nouvelle édition de son cours. Cf. *Rev. éc. inter.*, nov. 1920.

CHAPITRE IV

LA VALEUR DU PAPIER MONNAIE ET LA THÉORIE QUANTITATIVE

SOMMAIRE I. — Malgré son ancienneté, la théorie quantitative est loin de rallier à elle le suffrage unanime des économistes et des hommes d'affaires. Et, cependant, il y aurait un grand intérêt, pratique aussi bien que théorique, à ce que l'accord se fit sur une question qui touche de si près à l'armature sociale. Il n'y a pas *une seule* théorie quantitative. Les divergences tiennent surtout aux conceptions différentes qu'on a du rôle joué par la monnaie : pouvoir d'acquisition ou simple instrument de la circulation.

II. — L'explication de la valeur de la monnaie par la loi de l'offre et de la demande ou par l'utilité finale supposent la notion de *besoin* d'instrument de la circulation. On explique de cette façon non seulement la valeur des monnaies subsidiaires, mais aussi celle des monnaies d'or. Critique de cette théorie par M. *Nogaro*. Il n'y a pas de demande et d'offre de monnaie, mais de demande et d'offre de marchandises par les porteurs de monnaie.

III. — L'explication de la valeur de la monnaie par le pouvoir d'achat du public. Son ancienneté *Locke* et *Montesquieu*. Elle est indépendante de la première forme de la théorie. L'équation des échanges d'*Irving Fisher*. Par quel processus se fait la variation des prix. L'acceptation de cette théorie depuis la guerre.

IV. — La théorie quantitative et le change.

I

On peut dire que la théorie quantitative est à la base de toute la théorie classique de la monnaie. C'est la seule qui, à notre avis, offre une explication plausible des phénomènes monétaires. Et cependant, on peut affirmer que c'est la plus décriée de l'économie politique. Le débat est ouvert depuis des siècles (1), et il n'est pas près d'être clos. Et M. Ch. Gide (2) avait bien raison de se montrer sceptique quant aux enseignements que la guerre apporterait aux théories monétaires en général et à la théorie quantitative en particulier. Les partisans de cette théorie, aussi bien que ses adversaires, ont vu dans les événements monétaires de l'époque actuelle, la justification de la position prise par eux vis-à-vis de la théorie. Et ceci tient, en grande partie, certes, à ce que ces événements sont mal connus faute de renseignements précis. Mais il ne sert de rien de cacher que les divergences de vues viennent, en partie, aussi d'une divergence de méthodes. Espérons, cependant qu'à mesure que les événements seront mieux

(1) Pour un exposé historique de la théorie, cf. J.-L. Laughlin, *Principles*, ch. viii, p. 225 ss.

(2) « On aurait pu croire que l'expérience actuelle, faite sur une si grande échelle, jetterait une lumière éblouissante dans l'obscur dédale de la théorie quantitative. Tel n'est pas le cas malheureusement et il est à craindre qu'elle ne nous laisse plus embarrassés qu'avant. » *De l'influence de la guerre sur les prix*, *Rev. éc. pol.*, mai-juin, 1915, p. 214.

connus, l'accord se fera sur une question aussi vitale que l'influence de la quantité de monnaie sur les prix et le change. Et ce n'est pas seulement d'un intérêt théorique, scientifique qu'il s'agit, mais de l'intérêt pratique qu'il y aurait à poser des conclusions définitives concernant l'influence du volume de la circulation sur sa valeur. Si jamais l'unanimité se faisait sur cette question qui touche de si près à la structure économique, l'opinion publique, avertie, veillera à ce qu'on tienne compte, dans la politique monétaire, de l'enseignement de la science économique. On ne verra plus les ministres des finances, aux abois, tirer parti des dissensions entre économistes professionnels pour suivre une politique financière désastreuse. Mais tant d'intérêts matériels sont impliqués dans la question, qu'il faut se demander si l'accord se fera jamais.

Il ne faut d'ailleurs pas s'imaginer qu'il n'y a qu'une seule théorie quantitative. Il y en a autant qu'il y a d'auteurs qui admettent une influence de la quantité de monnaie en circulation sur les prix. Nous appliquons ce terme, dans un sens très large, à toute tentative d'explication du niveau général des prix par la considération de la quantité de monnaie. C'est aussi l'acception française du terme et nous nous y conformerons (1).

(1) Ce n'est pas l'acception unanime, cependant. M. le prof. *B.-M. Anderson Jr.* réserve ce terme à la théorie présentée sous la forme que lui ont donnée *Kemmerer et Fisher* (Cf. *The value of money*, New-York, 1917, ch. vi et ss.). Il n'appelle pas de ce nom les explications de la valeur de la monnaie par la loi de l'offre et de la demande, le coût de production, l'utilité finale. M. le prof. *Laughlin*, aussi, fait de ce terme un usage restreint. Il admet fort bien que la hausse des prix puisse être expliquée

Toutes ces théories partent de cette idée que de la masse de la circulation, comparée à la masse des transactions, dépend le niveau général des prix. Une première divergence vient de ce qu'on n'est pas d'accord sur le contenu du mot *monnaie*, lui-même. Les uns n'admettent comme telle que la monnaie métallique ; d'autres, définissent ainsi, la monnaie légale ; enfin, certains y ajoutent les dépôts en banque ; certains, qui font figure d'extrémistes, vont jusqu'à comprendre sous

par une grande production du métal-étalon comme celle qui eut lieu après la découverte du Nouveau Monde ou au milieu du *xix^e* siècle, mais cette hausse serait due à une *dépréciation directe du métal* et nullement à l'augmentation de la *quantité de monnaie en circulation*. Il réserve le terme de théorie quantitative aux explications de la valeur de la monnaie par le *besoin* du médium circulant (loi de l'offre et de la demande ou utilité finale) et par le pouvoir d'achat général (équation des échanges). M. le prof. *Nogaro*, au contraire, semble réserver ce terme — et ses critiques — à la théorie quantitative présentée sous la forme de la loi de l'offre et de la demande et exprimée en termes d'un prétendu *besoin* de médium circulant. Il semble admettre, si nous saisissons bien sa pensée, la théorie quantitative exposée en termes du pouvoir d'achat général (cf. *Contribution à l'étude*, etc., etc.). Cf. aussi *Des causes de la cherté actuelle de la vie*, Rapports et observations présentés à l'Aca. Sc. mor. et pol., Paris, 1920. Rapport de M. *A. Arnaudé*, pp. 16-17. « Au point de vue de l'évolution des idées économiques chez nos voisins, constatons que le mot « inflation » est pris maintenant dans un sens équivalent aux mots « augmentation de la demande au delà des offres possibles. » Nous sommes loin de la vieille formule suivant laquelle la surabondance de la monnaie en causerait la dépréciation, celle-ci causant à son tour la hausse des prix. Tout est ramené à la loi de l'offre et de la demande. Son jeu a causé la hausse des prix et la dépréciation actuelle de la monnaie est une conséquence ou, pour mieux dire, une manifestation de la cherté des marchandises. » Mais c'est là la théorie quantitative-pouvoir d'achat.

ce terme tous les instruments fiduciaires, y compris les simples effets de commerce.

Une autre difficulté vient de ce qu'on appelle la vitesse de circulation de la monnaie et des marchandises.

Les uns tiennent compte de la première seulement ; d'autres, de la seconde ; on va même jusqu'à rejeter les deux (1).

On pourrait citer encore d'autres divergences mais elles sont secondaires. Elles sont dues aux diverses conceptions qu'on se fait du rôle joué par la quantité de monnaie dans la hausse des prix, — suivant qu'on explique la hausse par un accroissement du pouvoir d'achat du public ou par les fonctions de circulation de la monnaie. C'est par cette dernière forme de la théorie quantitative que nous commencerons notre exposé.

II

Les théories qui expliquent la valeur de la monnaie par la loi de l'offre et de la demande et par l'utilité finale — qui n'est, en somme, qu'un raffinement de la première — partent toutes de l'idée d'un *besoin* d'instruments de la circulation. Il n'est pas douteux que ce besoin existe ; on ne le ressent pas dans la vie courante parce qu'il trouve sa satisfaction facilement. Mais qu'une crise arrive, et soudainement, par suite de thé-

(1) *Laurent Dechesne, Pour la théorie quantitative de la monnaie et du crédit. Rev. écon. pol., 1914, p. 40 et ss.*

sauration, de fuite du métal à l'extérieur ou, simplement, par suite d'une accélération des transactions, le besoin de monnaie se manifestera, quelquefois même avec assez d'acuité pour faire apparaître une prime sur la monnaie légale (1). Ce besoin de monnaie est variable suivant les saisons ; mais ces variations, étant prévues d'avance, n'apportent pas de grandes perturbations dans la vie économique. Ce sont les énormes variations inattendues qui, seules, peuvent influencer le monde des affaires. Ce besoin ne dépend pas seulement du volume des transactions, mais aussi des usages de chaque pays. Pour chaque pays, ce besoin est sensiblement constant et s'il change, c'est par un mouvement uniformément accéléré, et dont on prévoit le tracé, à l'avance.

L'existence de ce besoin une fois admise, l'explication de la valeur de la monnaie, ou, ce qui revient au même, celle du niveau général des prix, devient facile. Supposons un pays jouissant d'un régime monétaire normal ; la circulation se trouve, alors, adaptée au besoin monétaire. Supposons aussi que, pour une raison ou une autre, on en vienne à émettre des billets. Le premier effet de cette émission nouvelle sera de diminuer la valeur du médium circulant existant ; le besoin restant le même et la quantité de l'instrument monétaire s'étant accrue, sa valeur s'en ressentira nécessairement.

Mais comme nous sommes dans l'hypothèse d'un régime monétaire normal, c'est-à-dire d'un régime dans lequel les prix nationaux sont reliés par l'étalon

(1) O.-M.-W. Sprague, *History of crises under the national Banking system*, Nat. Mon. Comm. U. S. A., 1910, Sen. Doc., n° 538, 6131 Cong. 2 sess.

d'or au niveau mondial, la hausse conséquente à la dépréciation du médium circulant ne pourra pas être considérable, et sera masquée par une exportation d'or égale à la quantité de billets émise. Si l'émission continue, l'or peut complètement disparaître de la circulation. Si la quantité émise ne dépasse pas la quantité d'or existant auparavant, la circulation de papier pourra se maintenir au pair de l'or. « Ceci peut être facilement expliqué par *le principe ordinaire, de la demande accompagnée d'une limitation adéquate de l'offre*. Si le gouvernement ou d'autres instituts d'émission, sont capables de prévenir la fabrication, ou comme ils l'appelleraient, la falsification, des billets par d'autres personnes, et s'ils ne donnent et ne laissent, au dehors, plus de billets de chaque dénomination qu'il n'y en aurait eu d'émis et de circulant dans le cas de convertibilité, *le papier inconvertible ne pourrait avoir d'autre valeur que celle qu'une émission convertible aurait eu*. Tout comme l'émission convertible conserve sa valeur par la demande accompagnée d'une limitation adéquate de l'offre, une émission inconvertible peut conserver sa valeur et pour les mêmes raisons (1) ».

(1) *E. Cannan, Money*, pp. 49-50. M. le prof. *Cannan* explique de la même façon la valeur de la monnaie-or, de la monnaie subsidiaire, etc., etc. Et cependant, pour le papier inconvertible, il penche un peu du côté de la théorie quantitative pouvoir d'achat. Ainsi, dit-il, si le gouvernement retirait de la circulation une livre en or, pour chaque livre papier qu'il émet, ou bien, si le public, par patriotisme, s'abstient de faire usage du papier-monnaie, « il ne se produira pas, alors *de nouveau pouvoir d'achat* des choses ou il ne sera pas utilisé après l'émission... Mais ceci est loin de se produire habituellement. Une grande partie de presque chaque émission, et quelquefois toute,

On explique de la même façon, par la loi de l'offre et de la demande, la valeur des monnaies subsidiaires et même des monnaies-étalon. Nous avons vu, plus haut (1), comment on explique la valeur de la roupie et des monnaies analogues ; la même explication s'applique aux monnaies subsidiaires d'argent, franc, shilling, mark, etc., etc.

Il y a une difficulté, cependant, pour le cas d'une monnaie d'or. (2) L'or, en effet, est employé comme matière première par certaines industries, et, comme tel, il a une valeur commerciale. Sous le régime de la frappe libre, la valeur commerciale et la valeur monétaire du métal coïncident nécessairement, l'identification se faisant par monnayage et démonétisation. En outre, le métal jaune a une valeur mondiale, et c'est à cette valeur que doivent se conformer les valeurs nationales du métal. (3) On a voulu voir dans cette action et réaction de la valeur de l'or sur elle-même une impossibilité matérielle à l'application, aussi bien qu'une réfutation, de la théorie quantitative. Nous ne le pensons pas.

La valeur du métal (4), sortant de la mine, est fonc-

va augmenter l'ensemble de la monnaie que le public et le gouvernement ensemble peuvent dépenser, et en fait, dépensent en achats de marchandises et services... La conséquence parfaitement naturelle est une hausse des prix. » *Ibid.*, p. 51.

(1) P. 43 et ss.

(2) Cf. *Laughlin, Principles of money.*

(3) Le mouvement libre, à l'entrée et à la sortie, est sous-entendu.

(4) On éprouve, quelquefois, de la difficulté à se représenter cette variation de la valeur du métal étalon. Cela vient de ce que le *prix* de tout étalon, étant coté par rapport à lui-même, est né-

tion de la demande du métal pour les besoins monétaires et industriels, et de la quantité produite. En outre, comme il ne peut y avoir, sur un même marché, deux prix pour la même marchandise, la valeur de l'or à la sortie de la mine et celle de l'or déjà existant seront identiques. En pratique, les choses se passent de la manière suivante : toute la production, est envoyée à Londres, le grand marché de l'or ; là, les besoins industriels et les demandes pour l'étranger sont d'abord satisfaites, à un prix un peu plus avantageux que le prix légal ; tout le reste est porté à la Monnaie, ou plus exactement, à la Banque d'Angleterre qui l'achète au prix fixe de 77 sh. 9 pence.

Cet or nouveau, entrant dans la circulation, tend à déprécier la valeur du médium circulant, et il en résulte une hausse des prix. C'est donc, par la *quantité* accrue de la circulation, qu'une nouvelle production d'or produira ses effets sur les prix. Tous les produits, sur le marché, verront leurs prix, exprimés en monnaie, hausser sauf l'or lui-même qui sera toujours vendu à l'industrie au prix fixe légal. Il s'en suivra une exagération de l'emploi du métal dans l'industrie. La quantité, ainsi demandée, sera obtenue soit par la fonte des monnaies en cours, soit, surtout, par de plus gros achats de métal vierge.

C'est ce qui est arrivé, récemment aux Etats-Unis où l'on s'est plaint de la quantité exagérée de métal

cessairement fixe. Le *prix* d'une once de fin est *par définition*, égal à 77 shillings 10 1/2 pence, 20 dollars 67, etc., etc.

Mais sa *valeur* est variable lorsqu'elle est exprimée en unités d'autres marchandises, heures de travail, livres de sucre, tonnes de charbon, etc. etc.

employée par les arts. (1) On a même voulu imposer l'emploi industriel de l'or ; les produits de la taxe proposée serviront à subventionner la production minière qui se plaignait justement de ce que la hausse du coût de production rendait l'exploitation des mines peu rémunératrice. Il en résultait que plusieurs mines, peu riches en minerais, étaient obligées de cesser l'exploitation. Le même problème s'était déjà posé pour l'Afrique du Sud bien avant la fin de la guerre, mais la commission parlementaire sud-africaine, aussi bien que celle qu'a présidée à Londres *Lord Inchcape* (2), se sont opposées à la demande des propriétaires. Et cependant la demande de ces derniers était légitime, puisque, et quoi qu'on en ait dit, l'Angleterre et l'Afrique du Sud, se trouvaient, pratiquement, sous le régime du cours forcé. Mais le *Mc Fadden Bill* (3) va juste contre le but qu'il se propose puisque le régime actuel des Etats-Unis est l'étalon-or.

L'usage industriel de l'or ne contribue pas à la hausse des prix ; bien au contraire, il s'oppose à cette hausse. En décourageant donc l'usage industriel du métal, par des taxes élevées, on canalise l'or vers l'usage monétaire avec, comme résultat, la hausse des prix. Et c'est cette même hausse qui est la cause des difficultés de l'industrie minière. On tourne ainsi dans un cercle vicieux. Donner une prime à la production

(1) La consommation industrielle a passé de 45 millions de dollars en 1913, à 80 millions en 1919. *Rep. of committee of Amer. Bankers' Association opposing the Mc Fadden gold bonus bill.*, Com. Fin. Chron., 20 oct. 1920.

(2) *Report of the gold production committee*, 1918.

(3) Du nom du sénateur américain, auteur de la proposition.

du métal, c'est donner une prime à la hausse des prix ; c'est aussi renoncer à l'étalon-or. Aussi ne peut-on qu'approuver les conclusions auxquelles est arrivée la Commission de l'*American Bankers Association* (1). Voilà pour l'usage industriel. Il nous reste, maintenant, à voir comment se fait le nivellement des prix mondiaux. L'or partant des mines, ou bien va dormir dans les caves d'une Banque Centrale ou d'une Trésorerie quelconque, ou enflera la circulation, soit directement, soit indirectement, par une plus forte émission d'instruments fiduciaires.

Dans le premier cas, son effet est nul et nous le laisserons enfoui dans sa cave. Dans le second, et toujours conformément au même principe de l'offre de numéraire comparée aux besoins de la circulation, il y aura une hausse locale des prix. Cette hausse ne peut se prolonger longtemps sans amener une contraction de la circulation par l'exportation du métal à l'étranger. Et

(1) Voir le texte de ce rapport dans *Comm. Fin. chron.*, du 23 octobre 1920. Nous ne voyons pas le bluff qu'il y a dans cette affirmation de la commission que le dollar est l'étalon mondial des richesses, et que la prime à la production de l'or pourra faire baisser d'un tiers ou de moitié le cours du billet américain. Si l'or est maintenu, comme le dit si bien M. *Ferri-Pisani*, dans un *cours forcé inférieur*, cela n'est pas dû à la perversité américaine, mais bien à la politique monétaire mondiale. L'or n'est pas dans un cours forcé inférieur, — au profit du dollar, mais l'or et le dollar, qui sont une seule et même chose, participent actuellement de la nature du papier-monnaie. La prime proposée par M. *Mc Fadden* n'aura pas comme résultat l'appréciation de l'or, mais bien la dépréciation du dollar et de l'or à la fois, quoique à des degrés divers. Cf. *Ferri-Pisani*, *Le dollar et la dépréciation de l'or*, *Mercure de France*, 15 déc. 1920, p. 667 et ss.

le mécanisme décrit par *Ricardo* et *J. Stuart Mill* de se dérouler. La répartition de l'or se fait donc entre les différents pays, suivant leurs besoins, et de telle manière que le niveau mondial des prix, soit pratiquement aussi le niveau local des différents pays soumis à l'étalon-or.

Telle est donc, l'explication de la valeur de la monnaie par l'offre et la demande de l'instrument de la circulation.

Un exposé plus moderne de cette théorie se déroule en termes de l'*utilité finale*. M. le prof. *D. Kinley* (1) dit, par exemple : « La valeur en question dépend, d'abord, du service qu'elle rend, *comme agent de la circulation*, à la société en général. La nature et la mesure de ce service se trouvent dans l'augmentation des utilités à la disposition de la société, dont l'échange monétaire est la cause. Cette augmentation marque la limite supérieure que peut atteindre la valeur totale de la monnaie disponible » (2). En outre, il y a une limite inférieure à cette valeur totale de la monnaie, et c'est entre ces limites qu'elle fluctuera en réalité. Il est clair que des augmentations successives d'unités monétaires auront des effets différents sur la valeur de la monnaie, tant qu'on se trouve entre ces limites. C'est à partir du moment où la limite supérieure de la *valeur totale* de la monnaie est atteinte, que la *valeur marginale*, ou la valeur de l'unité monétaire, deviendra inversement pro-

(1) *Money, a Study of the theory of the medium of exchange*, New-York, 1904, ch. viii. De même, MM. *Wieser* et *Schumpeters* expliquent la valeur de la monnaie par l'utilité finale. Cf. *B.-M. Anderson, op. cit.*, ch. v.

(2) P. 126.

portionnelle à sa quantité (1). Et M. *Kinley* conclut ainsi : « La valeur de la monnaie est fixée, précisément, de la même façon que la valeur des autres articles. Elle est toujours égale à l'utilité marginale de la plus petite unité de marchandise nécessaire pour absorber, ou mettre en usage, toutes les unités de monnaie désirées et le nombre désiré sera fixé par la société au point où l'avantage de l'échange par la monnaie sera en équilibre avec celui de l'échange par d'autres moyens (2) ».

Cette forme de la théorie quantitative a subi de violentes critiques. M. le professeur *Anderson* prétend que cette explication présuppose une valeur de la monnaie et une valeur stable de la monnaie. Elle ne peut donc servir d'explication à cette valeur même. Mais son argumentation n'est pas très convaincante (3).

D'autres, disent que l'offre et la demande de monnaie peut très bien expliquer la valeur d'une monnaie subsidiaire, la valeur de l'écu d'argent, par exemple, mais ne peut guère expliquer la valeur d'une monnaie principale, d'une monnaie étalon. Dans le premier cas, on est en présence d'un besoin nettement défini, celui de petite monnaie ; on est en présence d'une offre de monnaie étalon contre une demande de monnaie subsi-

(1) *Ibid.*, pp. 131-132.

(2) *Ibid.*, p. 139. L'école mathématique, il y a longtemps déjà, a exposé la théorie de la monnaie en termes de l'utilité finale, quoique pour le cas du papier-monnaie l'exposé a tendance à se faire en termes du pouvoir d'achat. Cf. les ouvrages de *Walras*, *V. Pareto* et surtout *Albert Aupetit*, *Essai sur la théorie générale de la monnaie*, Paris, 1901.

(3) *Anderson*, *op. cit.*, pp. 52 et ss.

diaire. Mais, il n'en est plus ainsi, lorsqu'on examine le problème de la valeur d'une monnaie étalon, et qu'on compare la monnaie d'une part et les prix des marchandises et services de l'autre. Comme le fait remarquer M. *Nogaro* les notions « d'échanges à effectuer » et de « volume de la circulation » sont inconnues des particuliers au moment où ils entrent dans des transactions. « La notion « d'échanges à effectuer » semble basée sur la conception vague que les échanges *sont conclus d'abord* et qu'il faut se procurer ensuite de la monnaie pour les réaliser : c'est ainsi que l'on parle couramment d'un « besoin d'instrument monétaire » proportionné à la masse des transactions.....

Lorsque nous examinons la notion d'offre et de demande de monnaie pour exécuter des échanges de marchandises — supposés préalablement conclus — nous nous trouvons, d'abord, en présence d'échange de marchandises entre elles — ce qui n'existe pas — puis d'une demande d'instrument d'échange qui n'est faite par personne et ne s'adresse à personne ; car l'acheteur et le vendeur troquent une marchandise spécifiée contre de la monnaie ; ce ne sont pas deux personnages qui concluent un échange de deux objets spécifiés, sauf à se procurer ensuite l'instrument qui l'effectuerait ; aucun d'eux n'a donc à demander cet instrument ; et il n'existe d'ailleurs personne pour l'offrir (1). » Dans l'échange de marchandises contre monnaie, il ne peut être question d'offre et de demande de monnaie, mais simplement *offre et demande de marchandises par les*

(1) *Contribution, etc.*, p. 688.

porteurs de monnaie (1). Et l'on est ainsi naturellement amené à l'autre forme de la théorie quantitative : celle qui s'exprime en termes de pouvoir d'achat général du public.

III

La première énonciation de cette forme de la théorie quantitative semble avoir été faite par *Locke* (2).

Elle est, en tous cas, nettement, quoique grossièrement affirmée par *Montesquieu* (3). « Si l'on compare, dit-il, la masse de l'or et de l'argent qui est dans le monde, avec la somme des marchandises qui y sont, il est certain que chaque denrée ou marchandise en

(1) *Ibid.*, p. 689. La critique de M. *Nogaro* est au fond exacte. Il a raison d'affirmer qu'il n'y a pas offre et demande de monnaie en tant que monnaie par les échangistes. Il y a cependant une offre et une demande de monnaie par les banques et cela est très visible en temps de crise. Dans nos sociétés modernes, les transactions sont réglées plutôt par compensation que par le passage effectif de la monnaie de main en main. On se soucie peu d'avoir de la monnaie, pourvu que l'on possède des moyens d'acquisition liquides. Mais il y a une personne qui s'inquiète, et dont le métier est justement de s'inquiéter de la quantité de monnaie disponible. Cette personne, c'est le banquier. Il offre et il demande de la monnaie. Seulement, dans ce cas, c'est toujours le pouvoir d'achat à la disposition du public qui est cause des fluctuations des prix. Si le banquier a de la monnaie à sa disposition, il ne fera pas de difficultés pour accroître le pouvoir d'achat ; autrement, il le restreindra.

(2) Cf. *Laughlin, Principles*, ch. viii.

(3) *Esprit des lois*, liv. XXII, ch. vu et viii.

particulier pourra être comparée à une certaine portion de la masse entière de l'or et de l'argent. Comme le total de l'une est au total de l'autre, la partie de l'une sera à la partie de l'autre. » L'idée d'une équation des échanges est nettement affirmée; d'un côté, tout l'or et l'argent mondial, de l'autre, toutes les marchandises et services. Les prix s'obtiennent en divisant le premier terme par le second. Le niveau général des prix sera donc inversement proportionnel à la quantité de métaux précieux existante (1).

(1) Il sied de faire remarquer la différence entre les deux théories, en ce qui concerne la *proportionnalité* entre la hausse des prix et la quantité de monnaie. Dans l'exposé en termes du besoin de l'instrument de la circulation, on semble impliquer que la *dépréciation* de la monnaie est préalable à la hausse des prix, alors que, *par définition*, la valeur de la monnaie est l'inverse du niveau des prix. La dépréciation étant préalable et les prix des différents objets étant fixés en considération de la valeur de la monnaie, les prix de toutes les marchandises prises individuellement, doivent s'élever en proportion de la dépréciation de la monnaie. Mais ni la dépréciation ni la hausse des prix ne seront nécessairement proportionnelles à l'accroissement de la circulation. Rien ne prouve, *à priori*, que les fonctions de l'offre et de la demande de monnaie soient, graphiquement, des lignes droites et non des courbes.

Dans la théorie quantitative, seconde manière, le niveau général des prix sera proportionnel, mathématiquement, à la quantité de la circulation. A remarquer d'ailleurs, que le niveau général des prix n'en est pas, nécessairement, la moyenne arithmétique. Le niveau général des prix sera une moyenne spécialement calculée. On devine, tout de suite, sans être mathématicien, que cette moyenne n'étant pas nécessairement une moyenne arithmétique, l'influence de la quantité de la circulation sur les prix pourra être variable suivant les différentes marchandises. En pratique, les choses se passent ainsi : l'accroissement de la circulation constitue une demande accrue des diffé-

La théorie, ainsi présentée, se retrouve par la suite dans les ouvrages monétaires, soit à l'état isolé soit mêlée, d'une manière plus ou moins logique, à l'explication en termes du besoin d'instrument de la circulation, et de la loi de l'offre et de la demande. Dans son exposé de la valeur de la monnaie, *J. Stuart Mill* emploie alternativement l'une et l'autre forme de la théorie quantitative, ce qui ne va pas sans quelque confusion. Rien ne prouve l'indépendance des deux formes que l'expérience tentée par M. le professeur *Kemmerer* de combiner les deux. Son ouvrage débute par un exposé de la théorie de l'utilité finale et se termine par une élaboration complète de l'équation des échanges. Ces deux parties sont complètement indépendantes l'une de l'autre, et chacune d'elles forme, à elle seule, un tout complet (1). Aussi M. le professeur *Irving Fisher* (2) abandonne-t-il complètement, comme inutile, toute tentative d'expliquer le niveau général des prix par l'offre et la demande de la monnaie ou par l'utilité finale de cette dernière. Il en donne une explication mécanique ; les mobiles psychologiques même agissent à travers les grandeurs algébriques de l'équation des échanges.

Mais que faut-il entendre par là ? Lorsqu'on achète, dit-il, 10 livres de sucre à 7 cents américains la livre,

rentes marchandises. Le prix de chaque marchandise variera, en conséquence, mais suivant les lois propres gouvernant la valeur de cette marchandise.

(1) Cf. *Money and Credit Instruments*, New-York, 1909.

(2) *The purchasing power of money*, New-York, 1911. Il y a eu plusieurs éditions subséquentes. La dernière que nous connaissons est de 1918.

on peut traduire cette opération mathématiquement en posant :

$$70 \text{ cents} = 10 \text{ livres de sucre} \times 7 \text{ cents la livre}$$

ou

$$m = q \times p.$$

L'équation des échanges n'est que la somme de tous ces achats et ventes pendant une période donnée. Comme d'autre part, chaque pièce de monnaie circule un certain nombre de fois, pendant la période considérée, on a comme expression algébrique de l'équation des échanges.

$$M V = P T.$$

M, étant la quantité de monnaie, V, sa vitesse de circulation, P, le niveau général des prix et T, le volume des transactions (*Trade*, en anglais).

Dans nos sociétés actuelles le crédit joue un rôle très important, il faut donc en tenir compte. Si nous appelons par $M' V'$, la masse de crédits en banque et sa vitesse respective, on aura comme formule définitive de l'équation.

$$M V + M' V' = P T.$$

Nous ne suivrons pas M. *Fisher* dans ses développements, fort intéressants d'ailleurs. En gros, il arrive à la théorie quantitative, proprement dite par les considérations suivantes : en faisant abstraction des périodes de transition, on peut considérer V, V' et T comme relativement stables. Les deux premières grandeurs sont commandées par les habitudes du public ; et la masse de biens, T, à la disposition de l'humanité ne peut guère croître ou diminuer énormément dans les courtes périodes auxquelles s'applique l'équation des échanges.

Restent donc M et M'. La quantité de monnaie sert de réserve bancaire à la masse de crédits, M'. Le rapport de l'une à l'autre est généralement constant ; un accroissement de la quantité de monnaie aura pour résultat, tôt ou tard, d'enfler dans une proportion donnée, la masse des crédits en banque.

Mais s'il en est ainsi, on voit de suite, qu'un accroissement — ou une diminution — de la quantité de monnaie, au sens étroit du mot M, aura pour résultat une hausse ou une baisse, *proportionnelle* du niveau des prix.

On aura peut-être remarqué, que cette théorie se borne à un exposé mécanique, abstrait de la hausse. Une fois certaines conditions admises, nous apprend-elle, tel résultat se produira. Mais elle ne nous montre pas *comment*, dans la réalité, par quel processus, la quantité de monnaie agit sur les prix. A ce reproche, qui lui a été déjà fait, M. *Fisher* nous renvoie aux études de *J. E. Cairnes* (1).

Voyons donc ce que dit ce dernier : « On ne prouve pas du tout qu'une hausse des prix n'est pas due aux découvertes d'or en montrant qu'elle est reliée à un développement des affaires, avec des variations concomitantes de l'offre et de la demande, ou à l'action des grèves. *Une offre accrue de monnaie n'agit pas, et ne peut agir sur les prix, ou sur la valeur du métal, dont elle est faite, autrement qu'en devenant l'instrument du commerce, en affectant l'offre et la demande, ou en donnant aux employeurs les moyens et les motifs d'augmenter*

(1) Nous n'avons pu consulter, malheureusement, le traité d'économie politique de M. *Fisher* auquel il renvoie aussi.

les salaires de leurs ouvriers. En conséquence, quelle que soit la netteté avec laquelle se manifesterait la relation, dans chaque cas particulier, entre la hausse et une éventualité de cette nature, le problème restera toujours posé car rien n'aura été entrepris, en vue de déterminer la question de savoir si l'augmentation de l'offre monétaire n'a pas été une condition indispensable à la manifestation de cette hausse » (1).

Mais s'il en est ainsi, si la hausse est due à une demande accrue de marchandises, rendue possible par l'accroissement de monnaie en circulation, on voit de suite que l'effet de cet accroissement de la demande, ne s'étendra pas, d'un coup, à toutes les marchandises ; en outre, son effet sera différent sur chaque marchandise. L'effet de la demande accrue peut même avoir pour résultat d'augmenter la production des richesses spécialement demandées. Cela est relativement facile pour le cas d'objets manufacturés ; plus difficile, pour les produits de l'agriculture et de l'élevage. En un mot, on peut dire qu'il y a « deux catégories de lois par lesquelles la hausse des prix, (ou ce qui revient au même) la dépréciation de l'or, sous l'action d'un accroissement de l'offre, est réglée : premièrement, celles qui... dépendent principalement de la facilité avec laquelle l'offre de marchandises peut s'ajuster aux changements dans la

(1) *Essays in Political Economy, Theoretical and applied.* Londres, 1873, p. 4. En général, l'exposé de Cairnes repose sur le coût de production de l'or mais, dit-il, quoique il nous a paru qu'« une réduction du coût de l'or tende à produire une baisse correspondante dans sa valeur, la matérialisation de ce résultat dépend de la possibilité d'augmenter la circulation de manière à rendre possible la baisse en question » *ibid.* p. 40-41. Nous rappelons que ces essais ont été écrits entre 1858 et 1860.

demande dont la nouvelle dépense monétaire, pourra être la cause ; ensuite, celles qui résultent de l'action de la nouvelle monnaie sur les systèmes de circulation dont elle fera, dorénavant, partie (1) ».

Telle est donc, en résumé, la théorie quantitative exprimée en termes du pouvoir général d'achat à la disposition du public. Ainsi présentée, nous la croyons vraie. Elle explique exactement comment les choses se passent en réalité. Il n'est pas douteux que si l'on augmente la masse de pouvoir d'achat du public, il cherchera, tôt au tard, à s'en servir. Le résultat en sera, *au moins jusqu'à ce que la production s'ajuste à l'accroissement de la demande*, une hausse des prix. Si l'ajustement ne peut se faire, la hausse sera forcément permanente.

L'opposition à cette forme de la théorie quantitative vient, en général, de ce qu'on veut y voir, à tout prix, une affirmation que le niveau général des prix dépend de la quantité de *monnaie*, au sens très étroit du mot, M à l'exclusion de M' ; et dans M , on ne voudrait même considérer que les monnaies d'or. Les discussions roulent, en général, sur l'affirmation de M. I. Fisher que l'expression $M V + M' V'$ est proportionnelle à M (2). On peut discuter sur la question de savoir si le rapport de M' à M est, mathématiquement, constant ; mais il n'est pas douteux, pour nous, qu'un influx de M dans les réserves des banques aura pour consé-

(1) Cairnes, *ibid.* p. 73. Pour la dispersion des prix, voir le chapitre portant ce titre dans *Purchasing power of money*, et l'essai de Cairnes, intitulé *The course of depreciation*.

(2) Cf. les justes remarques de M. Hartley Withers, dans *Business of Finance* Londres 1918, pp. 48-49.

quence, tôt ou tard, d'enfler, dans quelque mesure, M'.

On peut d'ailleurs très bien voir renverser les rôles de M et de M' quant à leur influence l'une sur l'autre. C'est ce qui est arrivé en Angleterre, depuis la guerre, à la faveur du cours forcé (1). On se rappelle que le *Currency and Bank Notes Act*, 1914, a permis à la Trésorerie d'émettre aux banquiers par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, des *currency notes*, jusqu'à concurrence du cinquième de leurs engagements en comptes courants et dépôts. Les banques étaient dégagées, de la sorte, de tout souci quant à la proportion devant normalement exister entre leurs engagements à vue et leur encaisse. Quel que soit le chiffre auquel pouvaient se monter les crédits consentis, par eux, à leurs clients, ils étaient toujours sûrs de pouvoir se procurer, à temps, la monnaie légale indispensable, en cas de demande de remboursement (2).

Dans ces conditions, les crédits consentis au début de la guerre par la Banque d'Angleterre, les méthodes

(1) *First Interim Report of the Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War*. Londres, 1918 [Cd 9182], et *Final Report of the Committee...* etc. Londres, 1919. [Cmd 464.] Cette commission, présidée par Lord Cunliffe, ancien gouverneur de la Banque, était surtout composée par des hommes d'affaires, des banquiers, comme Sir C. Addis, Lord Inchcape, M. W. N. Goschen etc., d'un représentant de la Trésorerie, Sir J. Bradbury et d'un économiste, M. le Prof. A. C. Pigou, de Cambridge.

(2) Nous ferons remarquer que dans un système bancaire aussi développé que celui des pays anglo-saxons, un crédit bancaire crée un dépôt correspondant. *Loans make deposits*. De la sorte que, lorsque une banque ouvre un crédit, elle contracte immédiatement une dette envers son client, contre une créance future sur ce client.

(3) V. plus bas. Liv. II.

employées par le gouvernement pour financer la guerre, les avances consenties par les banques au moment de l'émission de gros emprunts, tout cela n'a pas été sans accroître la masse du pouvoir d'achat du public (1). Cette augmentation du pouvoir d'achat, s'est traduite en une hausse des prix, et une demande accrue et *conséquente de pouvoir libérateur*. Et c'est pour répondre à ce besoin, qui allait sans cesse en s'intensifiant, que les émissions de *currency notes* ont eu lieu depuis la guerre. Ces émissions n'étaient plus considérées comme des avances faites par la Banque d'Angleterre, au taux officiel de l'escompte ; elles étaient réglées directement par un transfert de leurs balances à la Banque d'Angleterre au crédit du compte-*currency notes*. Par cette combinaison ingénieuse, les dispositions rigides de l'Acte de 1844 étaient ignorées.

C'est donc la masse de crédits créés qui est la cause de la hausse des prix ; l'augmentation de la circulation est venue après. Mais c'est la possibilité de cette augmentation qui a permis à la hausse de se manifester.

Dans cette dernière exposition, la fonction de pouvoir libérateur de la monnaie, de *legal tender*, est surtout mise en relief. C'est le crédit en banque qui joue surtout le rôle d'instrument de la circulation, de *medium of exchange*. Ce côté de la théorie est spécialement mis en relief par M. R. G. Hawtrey, dans un récent ouvrage (2).

(1) *First Interim Report etc.*, §§ 10 et 11.

(2) *Currency and Credit*. Londres, 1919, p. 15. « Nous savons maintenant, le rôle que doit jouer la monnaie. D'abord elle doit fournir le moyen de paiement légal d'une dette ; ensuite, en établissant un étalon de valeurs, de corriger l'instabilité du crédit...

On a vu dans cette explication du mouvement des prix quelque chose de spécial à l'Angleterre, et aux Etats-Unis, puisque dans les autres pays les transactions se font par un passage effectif de monnaie, en l'espèce, de papier-monnaie, depuis la guerre — Ainsi, M. Arnauné dit : « La théorie est très plausible... Mais l'explication ne vaut pas dans le cas où la fonction monétaire est remplie par des billets à cours forcé. La valeur de ceux-ci dépend directement de la confiance du public, de l'opinion qu'il se fait des possibilités plus ou moins proches d'une reprise des paiements en espèces ; le chiffre de la circulation influe nécessairement sur ces possibilités et par conséquent, affecte le crédit des billets et leur pouvoir d'achat (1) ». Eh bien, nous ne voyons aucune différence *de nature* entre l'inflation de crédits en banque en Angleterre, et l'inflation purement monétaire — et bancaire aussi — en France et ailleurs. La forme seule change.

Le point de départ en France, comme en Angleterre, se trouve dans les dépenses du gouvernement. Le gouvernement anglais paie ses fournisseurs au moyen d'un chèque sur la Banque d'Angleterre, alors que le gouvernement français les paie par des billets empruntés à la

Le crédit et la monnaie sont, tous deux, et au même degré, des instruments d'échange. On dit souvent que le crédit est un substitut de la monnaie. On pourrait tout aussi bien dire que la monnaie est un substitut du crédit... La seconde fonction de la monnaie, celle de fournir un étalon des valeurs, découle naturellement de la première. » Nous regrettons que, cet ouvrage ne nous étant parvenu que tout récemment, il nous soit impossible de lui accorder ici toute l'attention qu'il mérite. Nous renvoyons le lecteur au chap. III sur le papier monnaie et la théorie quantitative.

(1) *Des causes de cherté*, etc., p. 17.

Banque de France, et qui ne sont, au fond, qu'une sorte de chèque tiré sur cette banque. Alors que l'opération a lieu en Angleterre en deux stades, d'abord, une ouverture de crédit, qui constituera un pouvoir d'achat, et ensuite une émission de papier, pour matérialiser, en quelque sorte, cette création de crédit, ces deux stades sont confondus dans l'opération française et au moment même où la création de pouvoir d'achat a lieu, on fournit un pouvoir libératoire adéquat pour le matérialiser(1).

Aussi, croyons-nous, que si la théorie est très plausible pour expliquer la hausse des prix, en Angleterre, elle l'est au moins autant, pour les autres pays. C'est la conclusion à laquelle est arrivé M. *Léon Polier*: « La quantité de billets n'agit pas par seule action de présence mais tout simplement parce que, au moment où cette émission est faite, par un acte arbitraire de la puis-

(1) M. M. *Barré* s'est fort rapproché de la vraie solution « Notre conclusion est donc, écrivait-il, que la hausse des prix relève, d'abord, du taux et du nombre excessif des paiements faits par l'Etat.

Les émissions fiduciaires se bornent alors à matérialiser l'exceptionnelle aptitude d'achat qui résulte de ces paiements. Elles ne sauraient ensuite agir par elles-mêmes sur les prix que s'il venait à se produire une dépréciation du billet de banque, dépréciation que pourront alors déterminer ou aggraver les thésaurisations. » *La circulation fiduciaire, la thésaurisation et la hausse des prix*. Rev. ec. pol. Juil. Août, 1918, p. 382. M. *Barré*, n'a pas vu, cependant que le nombre excessif des paiements faits par l'Etat et l'émission des billets ont lieu, au même moment. Ensuite le papier une fois émis, agit par lui-même sur les prix, parce qu'il rend possible nombre de transactions, qui n'auraient pu avoir lieu autrement. Le billet, en circulant, produit des valeurs fictives égales à plusieurs fois sa valeur nominale.

sance publique, elle a pour effet de créer des revenus nouveaux qui viennent augmenter la masse des acheteurs et leur pouvoir d'achat sur les marchés intérieurs, ce qui pousse naturellement à la hausse des prix et d'autant plus que, dans le cas actuel, ces revenus nouveaux ont été attribués au paiement de services ou de production qui, tournés vers la destruction, non seulement n'ont pas accru la masse des marchandises disponibles, mais ont même été détournés de leur production (1) ».

Telles sont donc les deux formes de la théorie quantitative. Nous avons particulièrement insisté dans les pages précédentes, sur les différences qu'on peut remar-

(1) *Le problème de la circulation fiduciaire*. Europe Nouvelle. 13-sept. 1919. Nous ne sommes plus d'accord avec M. Polier lorsqu'il affirme que, quoique ces revenus nouveaux soient créés par l'inflation, ils en deviennent, par la suite, autonomes, de sorte que la réduction de la circulation ne saurait influencer sur les prix, puisqu'elle n'aura pas pour effet de réduire ces revenus. Nous ferons remarquer que le pouvoir d'achat du commerce de gros qui commande la marche de l'industrie est le crédit, soit sous forme de crédit en banque soit sous forme de billets, que l'inflation appelle l'inflation et qu'un simple arrêt dans la progression de cette dernière amène la liquidation forcée et la baisse des prix. Cela tient à ce que le commerce de gros ne conserve par devers lui que les réserves liquides strictement indispensables. Voilà donc une catégorie de revenus qui diminue ; le capital du commerce de gros est placé en marchandises ; la baisse de ces dernières le diminuera, comme la hausse l'avait accru. Du commerce de gros, le mouvement se répercutera sur l'industrie ; de là sur les salaires, etc. Aussi bien la baisse des prix de détail n'arrive que bien plus tard. En réalité, les seuls capitaux et revenus qui ne diminuent pas, ce sont ceux des créanciers de sommes d'argent : rentiers sur l'Etat, obligataires de chemin de fer, etc. C'est justement la catégorie qui n'avait pas profité de la hausse.

quer entre elles. Nous avons vu que dans la première forme de la théorie, c'est l'idée de *besoin* d'un instrument de la circulation qui est à la base de toute l'argumentation ; dans la seconde, c'est le *pouvoir d'achat* qui est le point central de la théorie. Nous avons vu aussi, que (1) la première forme exigerait logiquement que le mouvement de hausse ou de baisse s'étendit, au même moment, à toutes les marchandises et services ; on ne comprendrait pas pourquoi, en effet, le besoin d'un agent de la circulation se manifesterait d'une manière plus aiguë par rapport à une marchandise plutôt qu'à une autre. Cette théorie éveille l'idée d'une dépréciation, en quelque sorte antérieure à la hausse des prix, ce qui est contradiction avec la définition même de la valeur de la monnaie. Rien de tel dans la théorie quantitative, pouvoir d'achat (2).

Et cependant, les deux formes sont complémentaires. Toute émission nouvelle de monnaie aura pour conséquence d'augmenter la quantité de pouvoir d'achat du public en même temps que la quantité des agents de la circulation. Cela est si vrai que, si du pouvoir d'achat, à l'état pur (3), est créé, la hausse des prix qui s'ensuivra ne pourra se maintenir que si le *besoin* accru d'un instrument de la circulation qu'elle suscitera, trouve satisfaction au moyen d'une émission de monnaie. L'expérience anglaise actuelle est très instructive à ce sujet. Dans nos sociétés à économie monétaire, une création de pouvoir d'achat pour être effective doit être accompagnée, tôt ou tard, d'une expansion de la circulation.

(1) V. note p.

(2) V. plus haut p. 20, l'opinion de M. Arnauné.

(3) Sous forme des crédits en banque, par exemple.

De même, une nouvelle émission de monnaie est toujours une augmentation du pouvoir d'achat du public. Il n'est pas douteux et nous l'avons dit au début de ce chapitre, qu'il existe un *besoin* défini d'un agent de la circulation ; (1) mais ce besoin trouve satisfaction entière avec une certaine quantité de monnaie circulant ; toute la monnaie émise, en plus, sera, *d'abord*, pouvoir d'achat pur. Elle sera absorbée, *par la suite*, comme agent de la circulation, grâce à la hausse des prix qu'elle aura produite comme pouvoir d'achat. Et voilà qui nous explique la tendance, que nous avons signalée plus haut, à expliquer la valeur du papier-monnaie par la théorie quantitative, pouvoir d'achat, alors même qu'on avait expliqué la valeur des autres étalons monétaires par l'utilité finale ou la loi de l'offre et de la demande.

Jusqu'ici, dans cette étude rapide de la théorie quantitative, nous ne nous sommes pas occupés du change. Notre exposé s'est déroulé en termes du niveau général des prix. Il nous reste maintenant à examiner les relations qu'il y a entre ce niveau et le cours du change. Ce sera l'objet du paragraphe suivant.

IV

Les théories anti-quantitatives de la valeur du papier monnaie n'éprouvent pas de grandes difficultés pour

(1) V. plus haut, p. 91 et ss.

résoudre la question de la connexion entre le niveau des prix et les cours du change. Pour elles, la hausse ou la baisse des prix n'est que la suite naturelle de la hausse ou de la baisse de la prime de l'or ou du cours du change. Nous avons vu, en effet, que ces théories assignent à ce métal une place privilégiée par rapport aux autres biens. C'est l'or qui, le premier, se ressent de la situation nouvelle, et c'est à travers la prime sur ce métal que se fait le changement dans le prix des autres marchandises. Le mouvement de hausse — et symétriquement, celui de baisse — se propage de proche en proche, et s'étend à toutes les marchandises et services, après avoir pris son point de départ dans les marchandises entrant dans le commerce extérieur. La théorie quantitative, au contraire, n'assigne aucun rôle spécial à l'or ; elle le considère, sous un régime de cours forcé, comme n'étant qu'une marchandise, au même titre que toutes les autres marchandises. La théorie quantitative se borne à affirmer que si l'on augmente la quantité de monnaie en circulation, le résultat en sera, toutes choses étant égales d'ailleurs, une hausse des prix — y compris le prix de l'or lui-même. Mais elle ne nous dit pas *comment*, par quel *processus*, se fait cette hausse du change ou de la prime de l'or. On se rappelle qu'elle ne nous avait pas plus renseigné en ce qui touche les fluctuations du niveau général des prix. Examinons donc cette question comme nous l'avons fait, plus haut, pour le problème de la hausse des prix. Nous distinguerons, ici encore, deux cas, suivant qu'on adopte telle ou telle forme de la théorie.

Si l'on adopte l'explication par le *besoin* d'un instru-

ment de la circulation, on dira que la monnaie ayant, aux yeux des habitants du pays, moins d'utilité, au sens économique du mot, ils seront disposés à en donner plus contre les autres marchandises, y compris l'or lui-même. Ce dernier verra son *prix* s'élever en même temps que les autres marchandises. En effet, l'idée de besoin accru ou décru, éveille inévitablement l'idée connexe d'une appréciation ou dépréciation de la monnaie, antérieure à toute transaction ou, si l'on veut, de cours pratiqué, et cela malgré le fait qu'elle ne puisse se manifester qu'à *l'occasion* d'une transaction déterminée.

Cette occasion sera une balance des comptes défavorable qui aura pour tendance à se produire par suite de cette dépréciation psychologique de la monnaie. En effet, on sera disposé à acheter plus de marchandises et à vendre moins au dehors.

Si, par contre, on explique les fluctuations du niveau des prix par les variations concomitantes du pouvoir général d'achat du public, on arrive à une explication plus réaliste des relations entre le niveau général des prix et les cours du change. On se rappelle que la hausse du niveau général des prix, dans cette explication, est le résultat de hausses particulières des marchandises, prises séparément. Les marchandises, considérées ainsi individuellement, doivent leur hausse à une demande accrue par suite de l'augmentation du pouvoir d'achat du public. L'or pourra être l'objet d'une demande analogue pour les besoins industriels. La hausse qui s'en suivra ne demande pas d'explications spéciales. Mais, à côté de son usage industriel, l'or remplit une fonction autrement importante en

servant à la liquidation des dettes internationales. Et c'est surtout ce dernier usage que nous avons en vue, en ce moment (1).

Supposons donc que la balance des comptes soit favorable au moment de l'accroissement du pouvoir d'achat du public. On va chercher à utiliser ce nouveau pouvoir d'achat. Des demandes de marchandises vont se produire ; et ces demandes, selon les cas, s'exerceront, de préférence, sur des produits étrangers ou sur des produits indigènes. Mais dans les deux cas, le résultat sera le même : la balance, de favorable, aura tendance à devenir défavorable. Il est manifeste, en effet, que si la demande vise surtout les produits étrangers la balance se tournera contre le pays acheteur ; il en résultera *une demande accrue de moyens de règlements sur l'étranger*. Si, au contraire, la demande vise surtout les produits indigènes, il en résultera une hausse du prix de ces produits. Mais parmi ces produits, se trouvent les articles d'exportation. Leur exportation en deviendra plus difficile, *si une dépréciation du change ne vient pas compenser cette hausse des prix*. En réalité, le pouvoir d'achat du public s'exercera, indistinctement, sur les deux groupes de produits à la fois, avec, comme résultat, un déséquilibre complet de la balance. Il s'en suivra une demande accrue de change dont la conséquence sera une dépréciation des cours. Et on paiera le change plus cher, justement

(1) S'il y a liberté complète du commerce de l'or, il n'existera qu'un seul cours pour le métal. Ce n'est que si l'on défend soit l'exportation de l'or national, soit la fonte des monnaies qu'on verra apparaître plusieurs cours, comme c'est le cas, actuellement, en Angleterre et ailleurs.

parce que le public se trouve avoir les moyens de le faire grâce à son pouvoir d'achat accru. Mais la hausse même du change agit, à son tour, sur le niveau général des prix, parce que le change est un élément du prix de revient de quantité de marchandises. Ce processus d'action et de réaction du niveau général des prix sur le cours du change et la prime de l'or, continuera jusqu'à l'absorption totale du pouvoir d'achat nouvellement créé. Une fois la position d'équilibre atteinte, la balance des comptes ne pourra se trouver pendant longtemps à l'état de déficit. Voici pourquoi.

La dépréciation du change, par cela même qu'elle élève le prix des marchandises importées, exercera une pression sur les banques, sous forme d'ouvertures de crédits ou d'émission de papier, d'autant plus grande que la dépréciation sera grave. En un mot, le commerce d'importation demandera pour être conduit sur la même échelle — quant au volume physique des marchandises — des sommes de plus en plus considérables à mesure que les changes iront en se dépréciant.

Si, pour une raison ou pour une autre la source, d'où coule le pouvoir d'achat se trouvera près d'être tarie, les importateurs seront obligés de s'adresser ailleurs pour obtenir les fonds nécessaires à la conduite de leur commerce. Et s'ils n'obtiennent pas des crédits de leurs vendeurs étrangers — *ce qui a pour effet de rétablir la balance des comptes* — ils seront obligés d'arrêter les importations. En même temps que ceci se produit, d'autres influences agissent dans le même sens. A mesure que le nouveau pouvoir d'achat du public se trouvera près d'être épuisé, la demande des marchandises à l'intérieur aura tendance à diminuer. Ce raletissement

de la demande aura pour résultat d'arrêter le mouvement des importations et d'accentuer celui des exportations indigènes.

Les considérations qui précèdent nous expliqueront pourquoi la dépréciation est toujours accompagnée, à ses débuts, par une balance des comptes défavorable. Le déséquilibre de la balance est même, assez souvent, la cause qui aura conduit à la déclaration du cours forcé. Mais qu'on ne se méprenne pas sur le sens de ces mots : le déficit n'a pu se maintenir longtemps que parce qu'un autre agent de la circulation est venu remplacer, voire même chasser, l'or exporté.

Mais une fois que le cours du change s'est adapté, à travers une balance des comptes défavorable, au niveau général des prix, dont les variations sont fonction du volume de la circulation et du pouvoir d'achat, en un mot une fois la position d'équilibre atteinte, la balance s'équilibrera forcément, *sans qu'il en résulte nécessairement une amélioration du change*. C'est en effet, grâce à la hausse du change — sa dépréciation — que la balance aura atteint son équilibre ; si, lorsque l'état de la balance s'améliore, le change devient plus favorable, l'équilibre de la balance en sera rompu et le redressement ne se fera que par une hausse du change. Si donc, l'émission de papier ou la création de pouvoir d'achat s'arrête, le niveau général des prix atteindra une position d'équilibre, à laquelle devra correspondre une position déterminée d'équilibre du change. Tout écart de cet équilibre mettra en jeu une série de mécanismes dont l'effet sera de ramener le système à la même position. En un mot, le système est à l'état d'équilibre stable.

Rien ne nous indique, *à priori*, dans quelle mesure réa-

gira le prix du change sous l'action d'une demande accrue de moyens de paiements à l'étranger. Nous savons que le cours du change est fonction de la demande, mais la loi de cette fonction ne nous est pas connue. Aucune donnée ne nous permet d'affirmer, par exemple, que les variations des taux seront proportionnelles à l'intensité de la demande. Rien ne nous permet d'affirmer, d'autre part, que la loi gouvernant les relations entre le cours du change et la demande est la même que celle qui gouverne les relations entre le niveau général des prix et la demande accrue de marchandises, telle qu'elle est représentée par l'accroissement du pouvoir général d'achat du public (1).

Cependant, nous avons une donnée qui nous permet de préciser un peu plus les liens entre le niveau général des prix et le change lorsqu'on considère les rapports entre ces deux groupes de faits, *directement*, et non en envisageant l'influence commune du pouvoir d'acquisition sur chacun d'eux, pris séparément.

Nous avons vu que, pour que la balance des comptes s'équilibre — et elle doit s'équilibrer du moment que la création de pouvoir d'achat cesse — il faut que le niveau général des prix et le cours du change s'adaptent l'un à l'autre de manière à ce que la dépréciation de l'un vienne compenser la hausse de l'autre et réciproquement. Et le mouvement peut être mis en branle d'un côté comme de l'autre. Nous voulons dire que si la hausse des prix dépasse la dépréciation du change, la

(1) Remarquons, d'ailleurs, que la demande de change ne se confond aucunement avec la demande globale de marchandises telle qu'elle est représentée par le pouvoir général d'achat.

La première n'est qu'un élément de cette demande globale.

balance deviendra défavorable et le change se dépréciera davantage ; si, au contraire, c'est la dépréciation du change qui est plus forte que la hausse des prix, la balance deviendra favorable et le change s'appréciera.

C'est pourquoi il nous semble que les théories, qui soutiennent que la dépréciation du change est toujours une circonstance favorable au développement du commerce extérieur, qu'elle permet le *dumping* des autres marchés, ne sont que partiellement vraies parce qu'elles n'envisagent qu'une partie de la situation. Elles parlent de la dépréciation du change, comme si elle existait seule, et qu'il n'y eût pas, à côté, un niveau des prix à considérer. Encore moins suivrons-nous ces théories, lorsqu'elles soutiennent que le cours forcé, en développant de la sorte le commerce étranger, porte en lui-même son propre remède. Comme nous l'avons remarqué plus haut, lorsque la dépréciation du change dépasse la hausse des prix à l'intérieur, il se produit là un ensemble de circonstances favorables au développement du commerce extérieur, et par là même favorable à une appréciation du change, mais une fois le cours du change et le niveau des prix adaptés l'un à l'autre, la balance s'équilibrera, et le mouvement d'appréciation du change s'arrêtera. Tout ce qu'on peut affirmer, c'est que la dépréciation du change est son propre remède, quand on la considère *par rapport à un niveau de prix donné* (1).

(1) On peut dire la même chose du niveau général des prix, par rapport au change. Pour ces questions, on peut consulter. G. Cassell. *The present situation of the Foreign Exchanges*. Econ. Journ., 1916, pp. 62 et ss., et pp. 319 et ss., et *Abnormal*

Avec cette étude des rapports entre le change et le niveau général des prix, finit l'examen des problèmes monétaires soulevés par un régime de papier-monnaie à cours forcé. Il nous sera permis de jeter un coup d'œil en arrière pour mesurer le chemin parcouru.

Nous avons d'abord constaté l'insuffisance des théories anti-quantitatives pour expliquer la valeur du papier-monnaie. Elles ne s'attaquent qu'à un seul côté de la réalité, facteur psychologique et facteur balance extérieure, et négligent tous les autres à la fois.

Nous avons vu, par contre, que la théorie quantitative, surtout sous sa forme du pouvoir d'achat, permet de rendre compte, aussi bien de ces phénomènes que de ceux que ces théories négligent. De plus, au lieu d'isoler chaque section du phénomène, pour en donner une explication, la théorie quantitative envisage le système monétaire tout entier, *dans son ensemble*, aussi bien à l'état d'équilibre qu'à l'état dynamique. Nous sommes arrivés, enfin, à cette conclusion qu'entre le volume de la circulation-pouvoir d'achat, le niveau général des prix et le change, il existe des relations qui, sans être des relations de cause à effet proprement dites, sont des relations *d'interdépendance*. On ne peut pas plus dire que le niveau des prix est cause des fluctuations du change que d'affirmer que l'état de la demande d'une marchandise quelconque est cause de son prix, puisque ce prix influe lui-même sur la demande.

En réalité, le prix et la demande sont fonction l'un

deviations in International Exchanges, ibid., 1918, p. 40 et la discussion avec E. C. van Dorp, dans la même revue en 1919. (pp. 437 et ss.) et 1920. (pp. 39 ss., et 411 ss.).

de l'autre. Il en est de même du niveau des prix et du change.

De même, la dépréciation du change et le niveau des prix sont fonctions — et non simplement effets — de la masse du pouvoir d'achat. Nous avons vu, par exemple, qu'une dépréciation du change peut être dûe à une émission accrue de papier, mais qu'elle réagit, à son tour, sur cette masse. On peut dire la même chose de la hausse des prix. En fait, depuis la guerre, les causes réelles, intrinsèques de la hausse des prix ne manquent pas ; mais la hausse, elle-même, n'a pu se manifester que grâce à l'énorme et artificielle création de pouvoir d'achat par les Etats belligérants, d'abord, par les autres ensuite.

Ces trois grandeurs, pouvoir d'achat, niveau des prix et change, forment un système interdépendant ; une variation quelconque produite dans l'une des trois, amènera, par une série d'ajustements successifs, des variations correspondantes dans les deux autres. On peut, au plus, qualifier cette affirmation par le fait suivant, que les prix ayant une tendance inhérente à hausser (1), il faudrait rechercher l'élément stabilisateur du système dans la quantité de pouvoir d'achat créée.

On arrive ainsi à une notion de l'équilibre monétaire qui n'est pas sans analogies avec la théorie de l'équilibre économique, dernier développement de la théorie de la valeur.

(1) Cf. les très fines remarques que fait, à ce sujet, M. R. G. Hawtrey *op. cit.*, pp. 12-13.

LIVRE II

LE MARCHÉ MONÉTAIRE ANGLAIS ET LA CRISE DU DÉBUT DE LA GUERRE

CHAPITRE PREMIER

LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN TEMPS NORMAL

SOMMAIRE. I. — Les rouages essentiels : la Banque d'Angleterre et l'*Act de Peel.* ; les *joint stock banks* ; les *bill brokers* et les *discount houses* ; les maisons d'acceptations et les banques étrangères.

II. — Le fonctionnement. Importance de la question de la réserve d'or dans toute étude d'un marché monétaire quelconque. Importance de la question pour Londres, en particulier. La seule réserve *bancaire* de l'Angleterre est, pratiquement, celle du *banking department* de la Banque d'Angleterre. Le danger d'une telle situation. Opposition de plus en plus grande, à la veille de la guerre, aux dispositions de l'*Act de 1844*.

III. — La réserve métallique et la réserve bancaire. Les trois principales fonctions de la réserve. La réserve bancaire n'est pas nécessairement une réserve or. Une réserve bancaire est indispensable même sous un régime de papier-monnaie. Dépendance beaucoup plus étroite de la Banque d'Angleterre de sa réserve-or que les autres banques d'émission. La question de l'amendement de l'*Act de 1844*.

Il est indispensable pour bien comprendre les transformations qu'a subies le marché monétaire anglais depuis la guerre, et les répercussions que ces transfor-

mations ont eues sur les cours de la livre sterling, de se faire une idée exacte du fonctionnement de ce marché en temps normal. Cette étude préliminaire est d'autant plus nécessaire que les efforts du gouvernement et des hommes de la Cité eurent toujours pour but, depuis août 1914, de conserver à ce mécanisme son fonctionnement normal, du moins en apparence. Ainsi que le fait remarquer M. J. M. Keynes (1), « les actions du Gouvernement et de la Cité ont eu uniquement pour but de permettre à tous les rouages de fonctionner immédiatement de manière à offrir au témoin du dehors l'aspect d'avant la crise ». D'autre part, si le cri de ralliement au début de la guerre était *Business as usual*, depuis l'armistice on entend de tous côtés réclamer énergiquement, peut-être même un peu trop hâtivement, le retour au régime d'avant-guerre. Bien plus, la commission présidée par Lord Cunliffe, a recommandé en somme le retour pur et simple au régime établi par l'act de 1844, non sans soulever quelques protestations de certains financiers parmi lesquels on peut citer, Sir E. Holden, le regretté directeur de la London Joint City and Midland Bank.

Cette étude du marché anglais nous sera facilitée par les ouvrages classiques de *Bagehot* (2) et de *Geo. Clare*, déjà cités, auxquels est venu s'ajouter récemment l'ouvrage de M. *Hartley Wilhers* (3), le distingué éditeur de l'*Economist* de Londres.

(1) *War and the Financial System*. August. 1914. *Economic Journal*, sept. 1914, pp. 460 et ss.

(2) *Lombard Street : a description of the money market* ; trad. franc. Paris 1874.

(3) *The meaning of money*, 1^{re} éd. Londres 1909, trad. franc.

Le problème bancaire étant essentiellement, de créer la plus grande masse de crédit compatible avec une solvabilité parfaite, et de toute heure, se rattache directement à la question de la réserve métallique. Aussi est-ce, de ce point de vue surtout, que nous nous en occuperons. La réserve monétaire n'est-elle pas d'ailleurs le lien le plus naturel qui rattache l'étude du marché monétaire à celle du fonctionnement du mécanisme des changes étrangers?

I

Quels sont les différents organes du marché monétaire anglais? Au centre et comme couronnant l'édifice se trouve la *Banque d'Angleterre*, la vénérable et « *vieille dame de Threadneedle Street* ». Sa charte actuelle est l'Acte de 1844 dont les dispositions principales sont très connues. C'est cet acte qui a divisé la Banque en deux départements : le *département de l'émission*, *issue department*, chargé de l'opération d'émettre des billets contre un dépôt équivalent d'or et réciproquement, sauf une émission couverte par des titres gouvernementaux et qui se monte actuellement à 18 millions et demi de livres sterlings, et le *département de la Banque*, *banking department*. Ce dernier, dans l'esprit de Sir *R. Peel* et de nombre d'experts financiers et d'hommes politiques, devait être tout simplement une banque comme toutes les autres banques, n'occupant en conséquence, aucune

de *C. Rist et C. et J. Rivière*. On trouvera des renseignements historiques très intéressants dans *E. T. Powell. Evolution of the money market*, 1385-1915. Londres, 1915.

position particulièrement l'astreignant à des devoirs publics à accomplir (1). La nature des choses en a voulu autrement, et la Banque se trouve avoir assumé la garde de la réserve nationale (2). La Banque d'Angleterre étant la *Banque des Banquiers* et ces derniers ayant pris l'habitude de considérer un crédit à leur actif sur ses livres comme de l'argent liquide, sur la base duquel ils peuvent eux-mêmes créer du crédit au profit de leurs clients, s'est trouvée en possession de la réserve bancaire de toute l'Angleterre. Aussi la réserve de son département de banque (3) est-elle proportionnellement plus forte que le *Cash in hand and at the Bank of England* des autres banques. C'est peut-on dire aussi l'élément le plus intéressant du bilan hebdomadaire, celui que les banquiers et hommes d'affaires consultent avec le plus de soins et dont ils surveillent de près les fluctuations.

2) A côté et au-dessous d'elle, se trouvent les *joint-stock Banks*, — ou banques de dépôts. On leur réserve spécialement le nom de banques. Le monopole d'émission de la Banque d'Angleterre à Londres devait, dans l'esprit de ses protagonistes, conduire au monopole des opérations de banque, à une époque où elles consistaient principalement dans l'émission des billets. Depuis qu'on s'est aperçu que l'émission n'est qu'une partie accessoire des affaires de banque, ces sortes de sociétés se sont développées jusqu'à prendre une très grande extension et une importance de plus en plus considérable. Les

(1) *Bagehot, op. cit.*, p. 40.

(2) *H. Withers. Meaning of money*, pp. 206 et ss.

(3) C'est le poste du bilan intitulé *Notes*. Cette réserve est ce que les autres banques appellent leur marge d'émission, nous verrons plus bas pourquoi.

amalgamations de ces dernières années ont encore fortifié leurs positions, et le pouvoir de la Banque d'Angleterre, déjà assez vacillant avant la guerre, pourrait s'en trouver sensiblement touché. *Sir Edward Holden*, dans le dernier discours qu'il prononçait, avant sa mort, à l'Assemblée de la *London Joint City and Midland Bank*, ne disait-il pas que les banques de dépôts devaient agir d'une façon indépendante de la Banque d'Angleterre ?

Quoi qu'il en soit, dans un pays comme l'Angleterre, où les paiements se font surtout par chèques, les banques de dépôts sont surtout des créateurs de médium circulant ou, si l'on veut, de pouvoir d'achat. Ce point est fondamental pour la compréhension du fonctionnement du marché monétaire, en général, et pour l'étude de l'inflation en Angleterre — et aussi aux Etats-Unis — pendant la guerre. Aussi insisterons-nous un peu.

On ne peut tirer un chèque sur une banque que si l'on y a provision ou si l'on y possède un dépôt. Or, comment se constitue un dépôt dans une banque ? Il se peut qu'il y ait dépôt effectif de monnaie légale, contre lequel le client tirera des chèques, jusqu'à épuisement. Ce cas se présente, mais on conçoit qu'il soit rare dans un pays comme l'Angleterre ou les Etats-Unis où tout le monde a un dépôt en banque et où il n'y a que les opérations de petit détail qui se règlent en monnaie. La plus grosse partie des dépôts est créée par les avances que font les banques au public, sous forme d'escomptes, avances sur titres etc., etc. Comme le montre fort bien *M. Hartley Withers* (1) « Chaque avance crée un dépôt » soit dans la banque qui a fait l'avance, soit dans une autre banque.

(1) *Meaning of money*, pp. 63 et ss.

Ainsi donc de même que dans un pays dont la circulation se compose essentiellement de billets de banque, toute avance faite par la Banque Centrale se traduit en dernière analyse par une augmentation de la circulation des billets : dans un pays où les paiements se font surtout par chèques, toute avance faite par les banques se traduit par une augmentation du chiffre des dépôts en banque.

Il est clair, cependant, que les dépôts ainsi créés par les avances d'une banque ont une limite, qui lui est assignée par la prudence, et l'expérience de ceux qui président à ses destinées ; ils peuvent, en effet, être appelés d'un moment à l'autre, à rembourser leurs dépôts en monnaie légale. Ouvrir un crédit, c'est s'engager à mettre à la disposition d'une personne, de l'argent comptant, contre la promesse de payer une somme équivalente, plus intérêt et commission, à une date à venir. Et voilà pourquoi le premier poste de leur bilan, *Cash in hand and at the Bank of England*, qui constitue leur encaisse, est-il important. Elle se compose outre la monnaie d'appoint indispensable, de monnaie à pouvoir libératoire illimité, or ou billets de banque, et des balances qu'elles gardent à la Banque d'Angleterre. Dans quelles proportions la réserve se répartit-elle entre ces trois éléments, c'est ce qu'il n'est pas très facile de savoir. Les bilans des banques ne donnent qu'un seul chiffre, en général, pour toute l'encaisse ; et encore, ce chiffre est-il souvent sujet à caution, à cause de la déplorable pratique du *window dressing*.

Dans ces dernières années, la question des réserves métalliques des banques a été fort débattue et on s'accordait généralement à les trouver fort insuffisantes. Il

s'est pas douteux, d'autre part, que dans les années qui précéderent la guerre, les banques n'ont pas cessé d'augmenter leurs réserves d'or. Mais on ne saurait exactement dire dans quelle mesure (1).

M. J. M. Keynes (2), d'après le *Forty Third annual Report of the Deputy master of the mint 1912*, a donné quelques renseignements à ce sujet. La quantité de monnaies impériales d'or se trouvant dans les caisses des banques du Royaume-Uni, le dernier jour ouvrable de juin était de :

	£		£
1907. Samedi	33.296.802	1911. Vendredi . . .	54.009.977
1908. Mardi	50.369.167	1912. Samedi . . .	60.640.681
1909. Mercredi . . .	49.221.074	1913	69.524.127
1910. Jeudi	44.214.173	1914	82.800.000 (3)
		1915	110.200.000 (3)

Ce tableau est obscurci par le fait qu'il ne tient pas compte de l'or en lingots que la Banque d'Angleterre possède dans son encaisse. D'autre part, les bilans de la Banque d'Angleterre ne donnent aucun renseignement sur l'or monnayé et l'or en barres. Les autres banques ne gardant pas de l'or en barres dans leur encaisse, il est très difficile d'évaluer l'or conservé par les banques de dépôts anglaises dans leurs réserves. Le 26 juin 1912, l'or monnayé et en lingots à la Banque d'Angleterre s'élevait à 39.651.375 livres sterling : il s'élevait à peu près au même chiffre en 1909.

(1) H. S. Foxwell. *The Banking Reserve*, ds. *Papers on Current Finance*. Londres, 1919, pp. 135-170.

(2) *Econ. Journ.* 1914, p. 152. Le document officiel a paru en 1913 et porte le numéro [Cmd. 6691].

(3) D'après une déclaration de M. Mc Kenna, Chancelier de l'Échiquier, à la Chambre des Communes.

Entre ces deux dates, l'or monnayé dans les caisses des banques du Royaume-Uni augmentait de 11, 4 millions. Il faudrait en conclure, ou bien qu'entre ces deux dates le stock d'or *monnayé* à la Banque d'Angleterre s'est augmenté dans de notables proportions, ou que les banques anglaises ont augmenté leur encaisse. La seconde hypothèse nous semble plus probable. Depuis 1909 les banques anglaises ont fait des efforts notables pour augmenter leurs encaisses dont elles se montrent fort jalouses d'ailleurs. A la recommandation de la commission présidée par *Lord Cunliffe* de transférer les réserves d'or des *joint-stock banks* à la Banque d'Angleterre *Sir E. Holden* s'opposait fortement, à tort à notre avis, dans son discours de janvier 1919. Les augmentations dans la réserve de la Banque d'Angleterre depuis le commencement de l'année courante viennent de ce transfert auquel les banques de dépôt anglaises ont dû consentir, bon gré mal gré. Au moment où nous écrivons ces lignes, (mai 1920), on parle du transfert de l'or des banques écossaises. Il ne s'agit pas d'une somme considérable d'ailleurs. A titre d'indication, nous donnons la quantité de l'argent monnayé pour les mêmes dates.

	£		£
1907	5.105.191	1911	6.022.365
1908	6.832.798	1912	5.968.989
1909	7.089.288	1913	7.198.102
1910	7.045.031		

3) Après les banques de dépôts, viennent les *bill brokers* et les *discount houses*. Le *bill broker* est primitivement un simple intermédiaire, un courtier dans la vente et l'achat des lettres de change, l'escompte, n'étant, en

fait, que l'achat d'une lettre de change. (1) A la longue, il en est venu à les acheter pour son propre compte sans toutefois les garder jusqu'à complète maturité. Il les classe d'après leurs catégories et leurs échéances en liasses qu'il vend ensuite aux banques. Pour conduire ses opérations, il emprunte de l'argent à court ou très court terme aux banques, *on call*. Les *discount houses* font aussi les mêmes opérations ; seulement comme elles ont des capitaux propres et qu'elles reçoivent des dépôts à un taux un peu plus élevé que celui accordé par les *joint stock banks* (2), elles gardent en portefeuille, jusqu'à complète maturité, une grande partie des lettres de change qu'elles escomptent. Elles dépendent moins des fluctuations journalières du taux de l'argent et du bon plaisir des *joint stock banks*.

4) Enfin, nous avons les *maisons d'acceptation* et les *banques étrangères*. En parlant de la lettre de change, nous avons dit un mot de l'acceptation. L'exportateur étranger ayant exporté sa marchandise et tiré sa lettre de change sur l'importateur anglais, désire l'escompter. Pour cela, il la vend à sa banque qui l'envoie à son correspondant à Londres. Ce dernier la fait accepter par l'importateur qui simplement signe en travers de la lettre. Si ce dernier est connu sur la place, il sera facile d'escompter la lettre de change. S'il ne l'est pas,

(1) *W. F. Spalding : Foreign Exchanges and Foreign Bills*, Londres, 1915, p. 6.

(2) Ainsi, actuellement, le taux minimum de la Banque d'Angleterre étant depuis le 15 avril 1920, de 7 0/0, le taux des dépôts des Banques est 5 0/0 et celui des *discount houses* à 5 0/0 sur demande et 5 1/4 0/0 avec préavis. La différence est sensiblement plus grande en temps normal.

il priera un autre plus connu que lui de l'accepter à sa place, moyennant commission, s'engageant à lui remettre les fonds en temps utile pour faire face à l'échéance. On voit comment certains marchands en relations continues et anciennes avec les plus importantes places de l'univers, en sont arrivés à se spécialiser dans le commerce des acceptations. Ils ne font que prêter leurs noms et le crédit qui s'y attache ; le tiré, seul, s'engage à fournir les fonds nécessaires à l'échéance. De là la naissance des maisons d'acceptations et des *merchant bankers*. Ce sont eux qui, par l'apposition de leur signature sur la face d'une lettre de change lui donnent pour ainsi dire cours à Londres et font qu'elle y devient escomptable. Nous avons vu plus haut l'importance de ces engagements sur la balance des comptes et l'extrême sensibilité du marché anglais qui en est la rançon. Nous verrons l'effet que ces acceptations ont eu sur la crise du début de la guerre. Pour le moment, remarquons qu'il n'y a de limite au montant qu'une maison peut accepter, que dans la quantité de traites portant son nom, que les banques et les *discount houses* sont prêtes à escompter. Les maisons d'acceptation ont toujours soin de ne pas atteindre cette limite, à cause du tort énorme, peut être irréparable, que subirait leur crédit sur la place du fait du refus d'une de leurs traites à l'escompte.

Depuis quelques années, les *joint stock banks* se sont mises à accepter des traites pour le compte de leurs clients. Il en est de même des banques coloniales et des agences des banques étrangères. Une des causes les plus importantes des demandes de mesures contre les agences des banques étrangères vient justement de la

concurrence que ces banques font aux maisons d'acceptation. Et cependant, comme le fait remarquer justement M. R. C. Wyse (1), si Londres veut continuer à être le centre monétaire mondial, on doit permettre aux banques étrangères d'y établir des succursales. Souvent, la situation de ces banques est d'une plus grande liquidité que les maisons d'acceptation privées qui, ne publiant pas de bilans, en profitent pour entreprendre certaines opérations hasardeuses et dont les suites peuvent être fâcheuses.

Quoi qu'il en soit, le papier étranger — accepté par les banques étrangères — est regardé avec une certaine défaveur sur la place de Londres (ce qui se traduit par un taux d'escompte plus élevé), lorsqu'il n'est pas tout à fait refusé par certaines maisons (2).

II

Connaissant maintenant la structure du marché, pour ainsi dire à l'état statique, il nous est facile de nous rendre compte de son fonctionnement, de l'interdépendance de ses rouages, de la solidarité qui en lie les différentes parties, et qui fait qu'une atteinte à un point quelconque de l'organisme, se propagera de proche en proche à tous les autres, jusqu'à en secouer

(1) *The future of London as the world's money market*. Econ. Journ. 1918, pp. 386 et ss.

(2) Nous voulons parler des *foreign domicile bills*. La Banque d'Angleterre les a toujours refusées, même lorsqu'elles sont contre-signées par les plus grandes banques continentales. Cf. *Spalding op. cit.*, pp. 208-210.

les fondements. Nous envisagerons surtout le rôle essentiel que joue, dans ce fonctionnement, la réserve d'or. C'est, peut-on dire, le problème central de toute étude d'un marché monétaire quelconque, celui vers lequel tous les autres viennent converger.

Ce n'est pas par un tenace préjugé mercantiliste, ou par un pur fétichisme pour ce métal précieux, que les hommes d'affaires anglais surveillent les mouvements de la réserve. Instinctivement, ils sentent que la marche des affaires, le resserrement ou l'expansion des crédits, et leurs signes extérieurs, les taux de l'argent et de l'escompte, dépendent de la réserve d'or. Mais que faut-il entendre par là ? La réserve du département de l'émission ? ou le poste du département de la banque intitulé *Notes*, et qui est la réserve de ce département ?

L'émission des billets, telle qu'elle est réglée par l'acte de 1844, étant essentiellement inélastique, il en résulte que l'or du département de l'émission n'est disponible pour les besoins des règlements extérieurs, que dans la mesure où on retire des billets équivalents de la circulation. Où prendra-t-on ces billets ?

Nous avons vu qu'ils ne circulaient pas en grand nombre ; mais qu'elles formaient une part importante de l'encaisse des banques. Mais, ainsi que le fait remarquer *Sir Inglis Palgrave* (1), la tendance actuelle étant de ne laisser de l'argent non employé qu'à la Banque d'Angleterre, c'est en dernière analyse, cette dernière qui sera appelée à fournir les billets nécessaires au retrait de l'or. Ces billets seront prélevés sur la

(1) *Bank rate and the money market*. Londres, 1903, p. 225.
Cité par *H. S. Foxwell*, *op. cit.*, p. 143.

Réserve proprement dite du département de la banque, soit par le réescompte du portefeuille, opération que certaines banques anglaises ont scrupule à faire (1), soit par la conversion d'une portion de leurs comptes créditeurs à la Banque d'Angleterre en billets de banque qui seront remboursés en or au département de l'émission.

D'autre part, cette réserve du *banking department*, est pratiquement, la seule réserve *bancaire* de l'Angleterre, dans le sens que M. le professeur *Foxwell* donne à ce mot, soit « une provision publique d'argent, non requise pour les besoins ordinaires des affaires, mais mise de côté en vue d'éventualités exceptionnelles (2) ». Et encore faut-il en enlever, d'après *A. C. Cole*, (3) le tiers comme constituant l'argent liquide nécessaire pour la conduite des affaires journalières de la banque.

C'est peu, il faut l'avouer, et, dans les dernières années, avant la guerre, les banquiers eux-mêmes se sont émus de la question.

Mais, voyons d'abord ce qui peut faire naître un retrait de billets à la réserve de la Banque d'Angle-

(1) Ainsi, *Sir E. Holden* s'élève contre la proposition du premier rapport du Comité présidé par *Lord Cunliffe* tendant à obliger les banques de dépôts à avoir des bons du trésor et des titres gouvernementaux à court terme en portefeuille, afin qu'ils soient réescomptés, en cas de crise, à la Banque d'Angleterre. « Je répète, disait-il le 29 janvier 1919, que, dans mon opinion, les banques de dépôts doivent suivre une politique qui les rende indépendantes de la Banque d'Angleterre, en maintenant dans leurs caves de larges réserves. Elles éviteront ainsi la nécessité d'avoir recours à l'assistance de la Banque d'Angleterre, sauf dans les cas très exceptionnels. »

(2) *Op. cit.*, p. 138.

(3) *Ibid.* p. 147.

terre. Le retrait peut provenir à la suite d'une demande pour les besoins intérieurs. Ces retraits ne sont réellement dangereux que dans le cas d'une crise intérieure — crise de confiance dans la liquidité des banques. Les crises de cette sorte sont devenues de plus en plus rares dans un pays comme l'Angleterre et une crise aussi violente que celle de juillet 1914, malgré les imprudences de certaines banques, n'a pu sérieusement ébranler la confiance du public dans la solidité de leur situation. Mais ce qu'on peut craindre surtout, c'est un retrait de billets, et conséquemment d'or, pour compte étranger. Le temps est loin où c'étaient les crises intérieures qu'on craignait le plus ; de nos jours, c'est le drainage étranger qui préoccupe le plus les gardiens de la réserve métallique.

Et ce drainage est d'autant plus dangereux pour la Banque, qu'elle n'a aucun contrôle sur la quantité de crédit accordé à l'étranger et la nature des transactions qui donnent lieu à ce crédit. Elle ne se rend compte de l'étendue de ces engagements, qu'une fois que le drainage est commencé. Elle est alors amenée à se servir de son arme habituelle, l'élévation du taux de l'escompte. La réserve anglaise est tellement inadéquate au volume aussi bien qu'à la nature des affaires traitées à Londres, que le taux de l'escompte y est d'une extrême sensibilité, en ce qui concerne les mouvements étrangers du métal. Un gouverneur de la Banque disait, il y a quelques années, qu'une exportation inattendue de deux millions de livres d'or, avait généralement pour conséquence d'élever le taux, de un, peut-être même, de

(1) *H. S. Foxwell, op. cit.*, p. 155. Cpr. *Geo Clare, op. cit.*
« Une étude approfondie permet d'affirmer qu'une importation

2 0/0 (1). En cela les fluctuations incessantes du taux de l'escompte anglais, contrastent manifestement avec la stabilité plus grande du taux à Paris et sur les autres places du Continent (1).

De là, à rendre l'Acte de Peel, responsable de la situation, il n'y avait qu'un pas. L'opposition à l'Act de Peel n'a jamais désarmé et elle use toujours des mêmes arguments que lors des fameuses discussions entre les partisans du *banking principle* et du *currency principle*. Ces arguments ont été renouvelés, dans les années qui ont précédé la guerre, par la position de la question de la réserve bancaire. Cet Acte qui devait, dans l'esprit de ses auteurs, doter le pays de la plus grande réserve métallique possible, en est venu à être critiqué pour l'insuffisance des mesures édictées par lui à cet égard. Mais examinons d'abord les relations qu'il y a entre la réserve *métallique* et la réserve *bancaire*.

III

Il faut avouer que cette question de la réserve, malgré son importance, reste confuse. Il en est ainsi parce qu'on ne marque pas assez la différence qu'il y a entre ses différentes fonctions. Ces fonctions s'enchevêtrent, certes, les unes dans les autres ; le jeu de certaines lois bancaires les identifie souvent, ou du moins en

d'un million de livres sterling correspond à une diminution de 1 0/0 dans le taux de l'escompte, et une exportation de même somme à une hausse de 1 0/0 » p. 125. Cette affirmation est trop absolue et ne serait vraie que comme l'affirmation d'une tendance plutôt que d'une loi mathématique.

(1) On peut, à ce sujet, consulter avec fruit l'ouvrage de *Ingliš Palgrave*, déjà cité.

masque le jeu séparé, n'empêche que dans un exposé comme celui-ci on est justifié de les analyser séparément. Ces fonctions sont au nombre de trois importantes : d'abord et surtout, le *maintien de l'étalon d'or*, à l'intérieur par la convertibilité du billet en monnaie légale, à l'extérieur, par cette convertibilité, jointe au libre mouvement d'importation et d'exportation du métal précieux ; ensuite la possession d'une réserve *bancaire* suffisante pour le cas de crise, et, ce n'est plus la question de la convertibilité du billet, mais celle de la remboursabilité des dépôts, qui est en jeu ; enfin elle constitue un *trésor de guerre* pour le jour où, le cours forcé décrété, on pourrait s'en servir pour les paiements à l'étranger, d'une part, ou, pour en « arroser », le cas échéant, les marchés étrangers sur lesquels on aurait décidé de placer des emprunts. Cette dernière fonction de la réserve préoccupait beaucoup les esprits avant la guerre, et, c'était surtout dans un but de défense nationale, qu'on réclamait de tous côtés l'accumulation de larges réserves dans les banques.

Remarquons de suite, qu'en vue de la seconde fonction, la réserve bancaire proprement dite, n'est pas nécessairement une réserve d'or. Il suffit qu'elle soit en monnaie légale, ayant pouvoir libératoire illimité. Et, en effet, la réserve bancaire de la Banque d'Angleterre est entièrement — à part les un ou deux millions en or et argent monnayés qui servent d'appoint — composée de billets. C'est si bien une question différente de la remboursabilité du billet que, sous un régime de cours forcé, une réserve bancaire est indispensable, alors qu'une réserve d'or ne sert que de décoration — non de garantie — à la circulation. La réserve d'or sera utile, certes,

au moment de la reprise des paiements en espèces, mais c'est, souvent, une éventualité douloureusement éloignée. De même, en cas de crise intérieure grave, et lorsque la réserve de la Banque d'Angleterre est tarie ou sur la voie de l'être, ce que le Chancelier de l'Echiquier lui accorde, c'est le droit de créer de la monnaie légale au delà de ce que lui aurait permis sa réserve d'or d'après les dispositions de l'Acte de *Peel*.

Il ne faut pas, cependant, croire que la réserve bancaire ne dépend en aucune façon de la réserve métallique. Ce serait une grosse erreur ! Elle en dépend seulement dans une plus ou moins grande mesure, suivant le degré d'élasticité imparti au système par la loi monétaire. En effet, que font la Banque de France ou la Reichsbank, en cas de crise intérieure ?

Elles font aux banques les avances nécessaires, ce qui se traduit par une augmentation du chiffre de la circulation et l'augmentation du chiffre des dépôts particuliers. Elles n'ont pas attaqué leur réserve d'or, à moins que la crise ne soit accompagnée d'un drainage par l'étranger. Il est évident qu'elles ne pourraient continuer longtemps leurs avances, sans rendre la proportion de l'or aux engagements de la Banque dangereusement faible. Mais, ainsi que l'a fait remarquer *Ricardo*, « il n'est pas de système qui puisse garantir les banques contre de telles éventualités. Leur nature même les y condamne, car, à aucune époque, il ne peut y avoir dans une banque ou dans un pays assez d'espèces ou de lingots pour satisfaire aux justes réclamations des capitalistes qui s'y pressent (1) ».

(1) *D. Ricardo. Des principes de l'économie politique et de*

La situation est tout autre dans le cas de la Banque d'Angleterre. Si le public demande le remboursement de ses dépôts, par suite de quoi, les banques sont obligées, directement ou indirectement, d'avoir recours à la Banque d'Angleterre; la réserve de cette dernière diminuera et ses *other deposits* augmenteront aussi. Supposons que les appels continuent pendant un certain temps, la Banque se trouve, par l'Act de 1844, désarmée. Elle ne peut répondre aux appels du marché qu'en créant des billets, le public réclamant le remboursement de ses dépôts: elle ne peut créer des billets que si la réserve d'or augmente, et dans la mesure de cette augmentation, à moins qu'elle n'obtienne une lettre du Chancelier de l'Echiquier l'autorisant à suspendre l'application des dispositions de l'Acte de 1844. Et c'est cette nécessité de la suspension du Bank Act, qu'une partie du public confond avec une suspension de la remboursabilité des billets, venant à un moment où le public perd la tête, qu'on reproche surtout à l'organisation actuelle de la Banque d'Angleterre.

Cette dernière dépend donc, au point de vue bancaire, d'une façon beaucoup plus étroite, que ses sœurs du Continent, de la réserve métallique. Cette situation ne manque pas d'être fort gênante, toutes les fois que des complications se produisent au sein du marché monétaire. Ainsi que le faisait remarquer un ancien Chancelier de l'Echiquier, « l'acte de *Peel* fait un grand bien, excepté pendant une semaine tous les dix ans, mais pendant cette semaine il fait tant de mal qu'il

contrebalance le bien qu'il a pu faire auparavant (1) ».

Ainsi donc, lorsque sur le Continent on réclamait une augmentation de la réserve d'or, c'était surtout en vue de l'éventualité d'une crise politique menant au cours forcé ; en Angleterre, au contraire, c'était surtout en vue de la nécessité d'avoir une réserve disponible pour stabiliser le taux de l'escompte et faire face aux complications d'une crise. Il faut remarquer que les Anglais étaient convaincus de la possibilité, pour eux, de traverser une guerre continentale sans qu'aucune atteinte ne soit portée à leur prestige financier par l'établissement du cours forcé. La réserve d'or du département de l'émission, l'or en circulation, et l'or dans les banques constituaient une masse imposante d'or dont ils auraient pu se servir, et dont ils se sont effectivement servi sous un régime de cours forcé éventuel. Mais ce n'était pas ce qui les préoccupait le plus ; ils demandaient la constitution d'une réserve différente qui permettrait aux banques de traverser une crise sans trop faire pression sur la réserve de la Banque d'Angleterre, ou bien, de faire face à un drainage étranger, sans que le marché manifestât, en conséquence, des signes inquiétants de nervosité.

Ce n'était donc pas une question d'augmentation pure et simple, de l'or dans le département de l'émission ; elle ne servirait à rien, en effet, si cet or, grâce à son passage à travers la réserve du département de la banque, incitait les banquiers à augmenter leurs avances et, par conséquent, la somme de leurs engagements à vue. On aurait eu, certes, une plus grosse masse d'or, mais elle

(1) *Sir G. C. Liwis*, qui fut Chancelier en 1857. Cité par *Powell, op. cit.*, p. 348.

devra aussi fournir un travail plus grand, et la situation sera aussi tendue qu'auparavant, en temps de crise. La solution doit, d'après nous, se trouver non dans la réorganisation de la Banque d'Angleterre, *mais dans une plus grosse réserve maintenue par les banques anglaises.*

Le gros développement bancaire de la seconde moitié du XIX^e siècle, et qui a été en s'accroissant rapidement dans ces vingt dernières années, a été l'usage de plus en plus étendu du chèque. Les pays anglo-saxons ont poussé l'économie des instruments monétaires jusqu'à son extrême limite, au point de rendre leur réserve bancaire dangereusement faible. Au contraire, les banques de dépôts françaises et allemandes sentant toujours la nécessité de rembourser les avances qu'elles font, en monnaie légale, dépendent beaucoup plus que les banques anglaises de leur réserve effective.

En effet, la nature des opérations des instituts de crédit français et allemands ne diffèrent pas sensiblement de celles des banques de dépôts anglaises (1). De même, c'est une erreur que d'imaginer que l'origine des dépôts français diffère de l'origine des dépôts anglais. Les dépôts, en France, autant qu'en Angleterre, sont autre chose que de l'épargne. Ce sont, les fonds de roulement du commerce et de l'industrie, de l'épargne réserve et non de l'épargne créatrice, d'après

(1) Nous parlons bien entendu des opérations de banque de dépôts proprement dits, et non des opérations des banques d'affaires. Nous sommes heureux de nous trouver d'accord, sur ce point, avec B. M. Anderson, Jr. ds *Effects of the war on Money. Credit and Banking in France and the United States*, New-York, 1919.

les expressions de M. le prof. *Rist* (1). La différence entre des méthodes anglaises et les méthodes continentales réside dans la manière dont les dépôts circulent. Dans les deux cas, peut-on dire, il y a création, de la part des banques, de pouvoir d'achat. Seulement, dans le cas de la France et de l'Allemagne, le pouvoir d'achat ne circule que par l'intermédiaire d'une forme ou d'une autre de monnaie proprement dite ; dans le cas de l'Angleterre, le pouvoir d'achat se transmet, excepté pour les toutes petites sommes, au moyen de chèques. Le résultat est que, pour une même réserve bancaire globale, la proportion des engagements à vue des banques anglaises pourra être beaucoup plus grande que dans le cas des banques continentales. Le système anglais, par son organisation même, tend vers la plus grande économie de numéraire, ou si l'on veut, vers un travail plus efficace du numéraire.

S'il en est ainsi, on voit le danger qu'il y aurait à réorganiser la banque d'Angleterre en vue d'une extension de son pouvoir d'émission. Les banques de dépôts, ayant à leur disposition une plus grosse réserve seront tentées d'en faire profiter leurs clients, ce qui rendra le marché anglais beaucoup plus instable qu'il ne l'est en ce moment. La seule alternative au maintien du régime actuel sera la réglementation de la proportion des

(1) A son cours. Consulter, *O. E. Kauffmann. La Banque en France*, trad. franç. de *A. S. Sacker*. Paris, 1914, p. 266. De même, v. pour l'Allemagne, la traduction anglaise du gros ouvrage de *G. Riesser. The German Great Banks and their concentration in connection with the economic development of Germany*. trad. angl. sur la 3^e éd. allemande. Washington, 1911. (U. S. Senate, 61st Cong. 2 d. Sess. doc. n^o 593.) pp. 191 et ss. Spécialement. pp. 196-197.

réserves liquides au total des engagements à vue, selon le modèle de la législation américaine. C'est aussi l'avis exprimé par la Commission de *Lord Cunliffe*. « Nous pensons que la réunion des deux départements en un seul amènera inévitablement le contrôle par l'Etat de la création du crédit en banque généralement. Cette éventualité gênera beaucoup, nous en sommes convaincus, l'élasticité et l'efficacité de l'aide des banques à l'industrie (1). »

Nous arrêterons, pour le moment, cette comparaison entre les fonctions de la réserve métallique et de la réserve bancaire. Nous aurons l'occasion d'y revenir, à plus d'une reprise, dans les pages qui suivront. Qu'il nous suffise de dire ici, comme conclusion, que deux éventualités doivent être, surtout, considérées, lorsqu'on traite du fonctionnement d'un système bancaire, *en temps normal* : drainage extérieur et drainage intérieur. Tous les deux, en Angleterre, se répercutent sur la réserve du département de banque de la Banque d'Angleterre, réserve peu considérable et qui, en général, ne peut s'accroître que par une suspension de l'Acte de 1844.

On s'en prend, en conséquence, à cet Acte de toutes les difficultés subies par le marché monétaire. A notre avis, c'est faire fausse route. On dit, par exemple, que cet Acte est la cause de la faible réserve de l'Angleterre, elle-même cause de l'extrême variabilité du taux de l'escompte (2) et que si l'on présentait le bilan de la

(1) *First. Interim. Report. etc.* § 27, p. 8.

(2) *Sir E. Holden*, discours du 29 janv. 1919. Voici comment *Sir E. Holden* raisonne : Il prend le bilan du 27 juillet 1917 tel

Banque d'Angleterre de la même façon que celui des Banques continentales au lieu de le présenter en deux tronçons, la situation de la Banque paraîtra beaucoup plus solide. Mais il n'y a là qu'une apparence. En réalité, ce qu'on reproche à l'Act, c'est qu'avec la même quantité d'or, il ne permet pas une plus forte émission de billets. Mais, cette plus forte émission de billets, est remplacée, en cas de besoin, par une ouverture de crédits sur les livres de la Banque, ce qui, pratique-

qu'il est présenté actuellement, et tel qu'il serait présenté à la manière des banques continentales.

en millions de £

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

Billets émis	57.0	Dette de l'État	11.0
		Autres titres	7.4
		Or	38.5
	<u>57.0</u>		<u>57.0</u>

DÉPARTEMENT DE BANQUE

Capital	14.5	Titres de l'État	11.0
Réserve	3.4	Autres titres	33.6
Dépôts : Publics et privés	55.9	« Notes »	27.6
		Caisse	1.5
	<u>73.9</u>		<u>73.9</u>

Le rapport de la réserve or aux billets émis est donc 67.6 0/0 et le rapport de la réserve « notes » aux engagements à vue est 52.4 0/0.

Autrement, le bilan se présentera ainsi.

Capital	14.5	Or	40.1
Réserve	3.4	Dette de l'État	11.0
Billets en circulation	29.3	Titres de l'État	11.0
Dépôts	55.9	»	7.4
		Autres titres	33.6
	<u>103.2</u>		<u>103.1</u>

Le rapport de la réserve aux billets en circulation est donc

ment, revient au même. On aurait probablement voulu avoir les deux, mais nous croyons, sincèrement, que c'est trop demander ; qu'on aurait eu, certes, une réserve *bancaire* virtuelle, plus considérable, mais que la situation du marché anglais ne s'en trouverait pas améliorée pour cela.

Rien ne nous prouve, d'ailleurs, que les banques de dépôts, sentant derrière elles cette grosse réserve, ne se lanceront pas dans des ouvertures de crédits, qui elles, alors, pourront atteindre la *réserve-or*, véritable base du système. En effet, ou la Banque ne se servira pas de ses nouveaux pouvoirs (qu'une fois, peut-être, tous les dix ans,) et alors on peut tout aussi bien laisser les choses là où elles en sont, ou bien la Banque se servira de son privilège. Et alors, ou bien les billets circuleront effectivement dans le public, comme en France (1), ce

137 0/0, et le rapport de la réserve liquide aux engagements à vue est 60 0/0.

Mais comme bien l'on pense, il n'y a derrière tout ceci que de la haute magie comptable. Quant à la proportion de l'or aux billets, elle change parce qu'on considère une fois les billets émis, une autre fois les billets en circulation. Quant à la seconde proportion, celle de la réserve aux engagements à vue, elle n'augmente que par un tour de passe-passe, pour ainsi dire. Dans la seconde forme du bilan, la réserve liquide — qui n'est que la réserve or — sert de garantie aux billets en circulation (137 0/0) et aux engagements à vue (60 0/0). Si l'on considère les deux à la fois, la proportion n'est plus que de 50 0/0, ce qui est encore moins impressionnant que le rapport correspondant du premier bilan.

(1) En France, comme en Allemagne, on peut permettre, sans danger, une émission de billets, double ou triple de l'encaisse-or, parce que ces billets servent *effectivement* de numéraire, et non, comme en Angleterre, presque en totalité, à l'élévation d'une énorme pyramide de crédits. Les crédits, ouverts par les banques,

qui suppose une transformation des usages et une usurpation des fonctions des banques de dépôts, usurpation qu'elles ne verront certes pas d'un bon œil ; ou enfin, les billets iront augmenter les réserves des banques de dépôts — ce qu'on espère bien — et nous savons que cela est généralement accompagné, tôt ou tard, d'une expansion des crédits.

sont « circulés » en France par des billets, ce qui fait, que pour autant, ces billets ne peuvent servir à une création de crédits en banque. Il n'en est pas ainsi en Angleterre.

CHAPITRE II

LA CRISE DU DÉBUT DE LA GUERRE

SOMMAIRE I. — Examen des différents postes du bilan d'une banque de dépôt. La réserve bancaire est, généralement, insuffisante. Les différents postes de l'actif sont d'une liquidité parfaite, mais, seulement tant que la situation est normale. Dès que la crise se dessine, tout le marché se tourne vers la Banque d'Angleterre.

II. — La crise intérieure du début de la guerre. Le Stock Exchange est le premier atteint et ferme ses portes le 31 juillet. Avec la dislocation des changes, et les débiteurs étrangers ne remettant pas leurs dettes, les maisons d'acceptations se trouvent dans l'impossibilité de payer les lettres de change acceptées par elles. Les banques et les *discount houses* qui se trouvent avoir escompté ces traites se trouvent très gênées, d'autant plus que la fermeture de la Bourse rend leur actif en titres irréalisable. L'argent placé à très court terme ne rentre que parce qu'on oblige les *brokers* à s'adresser à la Banque d'Angleterre. Le public, par contre, demande du numéraire pour les règlements de fin de mois et les vacances du *Bank Holiday*. La Banque dont la réserve fond rapidement demande une lettre au Chancelier qu'elle obtient. On gagne de temps en proclamant trois jours supplémentaires de *Bank Holiday*. Les différents moratoires. La création des *currency notes*. Moyens tentés pour remettre en marché le marché de l'escompte et rétablir les changes. Ces moyens ont eu pour résultat de créer de l'inflation.

III. — *La crise extérieure*. Les prévisions d'avant-guerre touchant la tournure des événements en cas de crise financière mondiale ne furent pas réalisées. Le retrait soudain du marché londonien du système international de crédit amena la dislocation

des changes. Le change américain. Alors que les Anglais prétendent qu'en quelques minutes Londres mit tout l'univers en état de faillite, (*in the bankruptcy court.*), en Amérique on critique ce retrait subit de Londres et on prétend que le change américain atteint ces niveaux parce que les créanciers anglais étaient en état de réclamer le paiement de leurs créances sur les Américains, alors que les Américains n'étaient pas en droit de le faire à cause des moratoriums déclarés dans les pays étrangers. Les mesures prises. Succursale de la Banque d'Angleterre à Ottawa. Le *Gold Pool*. Le Syndicat formé pour le paiement des bons de la ville de New-York. Revirement de la situation vers la fin de l'année.

Cette crise du début de la guerre a montré la force en même temps que la faiblesse du système bancaire anglais. Elle a montré aussi la rigidité des dispositions de l'Acte de 1844, mais aussi les dangers d'inflation de crédit bancaire que court le marché à partir du moment où les banques sont assurées de trouver, en cas d'appel du public, les moyens de règlement nécessaires. Enfin, par la distinction naturelle que nous aurons à faire entre la crise intérieure et la crise extérieure, nous verrons le jeu dissocié de la réserve bancaire, d'une part, et de la réserve métallique d'autre part. En même temps, nous saisisons le lien qui les unit (1).

(1) Pour cette étude nous nous servirons surtout des deux articles de M. M. G. Keynes, dans l'*Economic Journal*, de 1914 et que nous avons déjà eut l'occasion de citer, de l'ouvrage de M. Hartley Withers, *War and Lombard Street*, 1^{re} édition. Londres 1915. Citons aussi un article du Prof. Foxwell, dans l'*Economic Journal* de déc. 1915 intitulé *British War Finance* et reproduit ds *Papers on Current Finance*. pp. 1-33. Aussi W. R. Lawson, *British war Finance, 1914-1915*. Londres 1915.

I

Si on prend le bilan d'une banque de dépôt quelconque, on verra, comme postes importants, d'un côté les dépôts qui forment l'engagement principal de la banque, et de l'autre les différentes ressources qui servent à faire face aux appels du public. Voici, à titre d'exemple, le bilan d'une grande banque de dépôt anglaise à la date du 30 juin 1914. (millions de £).

Comptes-courants, dépôts et autres comptes, y compris compte prof. et per.	61.9	Caisse. Banque d'Angleterre et dans les autres banques	9.0
Acceptations et endossements.	0.3	Argent <i>on call</i> et à court terme	6.8
Fonds de réserve	1.6		15.8
Capital	3.6	Portefeuille: Escomptes	8.6
		Titres . .	13.1
		Avances aux clients et autres comptes	27.8
		Acceptations. Divers .	0.3
		Immeubles, etc. . . .	1.8
Total	67.4	Total	67.4

Les dépôts étant remboursables à vue — la coutume étant, de plus en plus, de rembourser sur demande même les dépôts à terme — il faut que leur contrepartie soit essentiellement liquide, c'est-à-dire susceptible d'être convertie en monnaie légale sur le champ. Dans le bilan que nous avons sous les yeux, et que nous avons pris au hasard, nous voyons 62 millions de dépôts d'un côté, 9 millions d'encaisse seulement, de l'autre. Encore, faut-il remarquer que cette partie de

l'encaisse intitulée « dans les banques », et dont nous ne connaissons pas la proportion au total, peut se trouver bloquée au moment critique. En tout cas, comme le disait *Sir E. Holden*, dans un de ses derniers discours, ce ne peut être là une réserve monétaire. Cette soi-disant encaisse n'est qu'un dépôt dans une autre banque, et si on la considérait comme une réserve, on arriverait à cette anomalie d'un dépôt garantissant un autre dépôt. Tout au plus, peut-on faire figurer cette portion de la réserve dans le poste suivant : argent placé au jour le jour (*on call*) et à court terme (*short notice*).

C'est là, de l'argent très liquide, en effet, en temps normal, mais qui, en temps de crise, se trouve généralement bloqué. En tous cas, c'est un grand danger, même pour les banques que de faire rentrer tout cet argent d'un coup ; on risque de créer un état de discrédit général. Cet argent ne peut rentrer, en effet, que grâce aux avances, voire même au drainage de la réserve de la Banque d'Angleterre. *Lord Goschen* avait bien raison de dire dans son discours de Leeds, en 1891, « l'argent placé au jour le jour est un excellent actif, mais ce n'est pas un actif constituant une réserve utile aux intérêts généraux de la communauté entière (1). »

Enfin, vient le troisième poste de l'actif, le portefeuille d'escompte de la banque. Il est évident qu'il s'agit là d'un actif liquide pourvu qu'on consente à l'envoyer au réescompte. Puis, vient le portefeuille titres qui n'est réalisable que si la bourse ne subit pas une crise, au

(1) Cité par *H. S. Foxwell, op. cit., 141.*

même moment, ce qui est fort peu probable. Viennent ensuite les avances qui sont, en grande partie, couvertes par des titres de bourse, et qui se trouvent par conséquent, au point de vue de la liquidité, dans la même situation que le poste précédent. Nous verrons par la suite les difficultés créées par le dernier poste intéressant : les acceptations.

L'examen sommaire de ce bilan nous aura montré la nécessité primordiale pour une banque de dépôt d'avoir une réserve importante de monnaie légale — pas nécessairement d'or —, faute de quoi le marché se trouvera forcé de se tourner vers la Banque d'Angleterre. Si les appels à cette dernière se font insistants, la réserve fondra rapidement et le salut ne pourra venir que de la suspension du *Bank Act* ou de la création par l'Etat d'une monnaie fiduciaire quelconque. Et c'est bien la marche que suivront les événements dans la crise du début de la guerre.

II

La Bourse a été la première à sentir la secousse. L'ultimatum autrichien à la Serbie est du vendredi 24 juillet. Le lendemain, il y eut une sorte de panique sur le Stock Exchange de Londres et les bourses continentales. Des masses énormes de titres sont jetées sur le marché pour être réalisées. C'était à prévoir, et cela n'aurait pu justifier la fermeture complète du Stock Exchange si certaines maisons de Londres ne s'étaient trouvées dans une situation critique par suite de la fer-

meture des bourses continentales ou la prorogation des liquidations de quinzaine.

D'autre part, il semble bien que les grandes banques de dépôts, qui ont de grosses sommes placées à la Bourse en reports ou en avances sur titres, aient donné, par leur conduite un peu brutale vis-à-vis des membres du Stock Exchange l'impression qu'elles continueraient, sans merci, à réclamer leurs capitaux. Avec la baisse qui a eu lieu dans les dix derniers jours de juillet, baisse que rien, semblait-il, ne pouvait arrêter, les Banques appelaient les marges de leurs avances sur titres, et en cas de refus, elles exécutaient leurs clients. En fermant la Bourse, il n'y aurait plus de cours cotés et les banques se trouveraient dans l'obligation de cesser et ces appels et ces exécutions ruineuses. Dans ces conditions, le Stock Exchange fut fermé le 31 juillet, pour la première fois dans son histoire. Ceci eut pour résultat de bloquer les placements en titres des banques, en même temps qu'il leur devenait impossible de vendre les titres qui servent de garantie à leurs avances.

Une autre source du mal vient de ce que, les changes étrangers ayant été disloqués, les débiteurs étrangers ne pouvaient faire les remises nécessaires à leurs correspondants londoniens qui avaient accepté pour leur compte. Par suite, les maisons d'acceptation ne pouvaient faire face à leurs engagements et les banques voyaient ainsi les lettres de change, acceptées par ces maisons, et dont une grande partie se trouve dans leur portefeuille, devenir irréalissables. D'autre part, faisant elles-mêmes des acceptations pour le compte de leurs clients, elles se trouvaient appelées à faire face à ces engagements qui se montaient, pour l'ensemble des

18 banques les plus importantes à 36.5 millions de livres sterling (1).

A ce point de vue la situation des *discount-houses* était identique.

Reste donc à examiner le dernier poste avant l'encaisse monétaire ; l'argent placé au jour le jour et à très court terme. Une grosse partie de cet argent est placé chez les *bill brokers* et les banques, en leur en réclamant le paiement, les ont obligés de s'adresser à la Banque d'Angleterre.

En face de cette situation très critique pour les banques, voyons quelle a été la conduite du public. Le jeudi, 30 juillet, le taux de l'escompte est porté de 3 à 4 0/0. Il n'y avait là rien d'excessif, mais la mesure prise le lendemain de porter le taux d'un coup de 4 à 8 0/0 était susceptible, en devenant l'objet de commentaires plus ou moins judicieux par les journaux, d'exciter la méfiance du public. Ce même jour, le public s'était présenté aux guichets de ses banques pour retirer l'argent nécessaire aux paiements des salaires de fin de mois en même temps qu'aux dépenses du *Bank Holiday*, le premier lundi d'août étant jour férié pour les banques. Certaines banques ont eu la malencontreuse idée de ne payer leurs clients qu'en billets de la Banque d'Angleterre, refusant de leur donner l'or indispensable pour les menues dépenses. C'était leur droit absolu. Mais c'était, aussi, une singulière façon de comprendre leur intérêt en même temps que leurs devoirs envers leur clientèle.

(1) D'après l'*Economist* du 15 août 1914, cité par *Hartley Withers. War and Lombard Street*, p. 24.

D'autant plus qu'on ne saisit pas très bien l'avantage qu'ils avaient à agir ainsi (1).

Quoi qu'il en soit, cette conduite eut pour résultat de fortifier la tendance du public à la thésaurisation. On vit, en conséquence, de longues queues aux guichets de la Banque d'Angleterre. Le même jour, le Stock Exchange fut fermé, et le lendemain, 1^{er} août, la Banque commença la journée avec 17.4 millions de livres de réserve, alors que, depuis de longues années, on ne l'avait vu tomber au-dessous de 20 millions. Les autorités de la Banque, prévoyant pour la fin de la journée, une réserve de 11 millions seulement, elles s'adressèrent en ces termes, au Chancelier de l'Echiquier : « Jusqu'ici nous n'avons refusé aucune demande légitime d'assistance. Mais, considérant la diminution de la réserve, nous craignons de nous voir obligés de restreindre les facilités qui nous paraissent, dans les circonstances actuelles, indispensables au commerce et à l'industrie du pays, à moins d'obtenir l'autorisation d'émettre des billets, contre des titres, au delà des limites exigées par la loi. » Le gouvernement faisait connaître sa réponse, le jour même : la Banque en cas de nécessité, pourra

(1) Plusieurs explications en ont été tentées. Bien avant la crise, un comité de banquiers avait examiné la question des amendements à apporter à l'Acte de 1844. On s'était mis d'accord pour proposer qu'il sera permis à la Banque d'Angleterre d'émettre des billets, *en cas de crise*, jusqu'à concurrence du triple de la quantité d'or que les banques déposeraient chez elle. Le reste sera couvert par des titres. La Banque d'Angleterre s'opposa à la réforme. Les banques ont dû penser qu'en gardant leur or par devers elles, elles pourraient en le déposant à la Banque, obtenir le triple en billets.

dépasser les limites imposées par l'Acte de 1844 et le gouvernement demandera au Parlement d'approuver cette décision. La lettre ajoutait : « Les escomptes et les avances ainsi faits, ne devront pas l'être à un taux inférieur à 10 0/0, et le gouvernement de Sa Majesté se réserve le droit de recommander, s'il le juge convenable, l'application d'un taux plus élevé » (1).

Le 6 août, un act du Parlement (*The Currency and Bank notes Act. 1914. (4 et 5 Geo. 5.)*) dans sa section 3, relève la Banque d'Angleterre, les banques d'Ecosse et d'Irlande de toute responsabilité encourue, par suite de l'émission des billets au delà de la limite exigée par la loi ; en même temps, il leur permet, pour l'avenir, de continuer à profiter de la permission octroyée par la lettre du chancelier. Ainsi donc, c'est bien la Trésorerie qui, par un attachement aveugle et dangereux à la tradition, a obligé la Banque d'Angleterre à porter son taux de 4 à 8 0/0, le vendredi et de 8 à 10, le lendemain. Cette conduite de la Trésorerie est des plus extraordinaires. Ayant reconnu la nécessité de créer de la monnaie pour répondre aux appels pressants du public, elle ne consent à la suspension de la Charte de 1844, qu'après une élévation du taux à 10 0/0 ; puis, par le même Acte qui sanctionne la suspension, elle la rend inutile en créant du papier-monnaie gouvernemental. Et en effet, la Banque d'Angleterre ne s'est pas servie de la permission qui lui était accordée par la loi. Cependant, comme le 7 et le 8 août, les *currency notes* n'étaient pas encore prêtes, on se servit de billets de la Banque d'Angleterre jusqu'à concurrence de 3 millions, pour faire des avances

(1) *White Paper*, en date du 14 octobre 1915. (Cd. 370).

aux banques. Le 10 août, la situation redevient normale (1).

Il est curieux de remarquer aussi que si la Trésorerie s'est montrée très respectueuse des traditions en matière de suspension du Bank Act, elle n'a pas craint de créer un précédent dangereux dans l'histoire financière anglaise : la création d'une circulation fiduciaire gouvernementale. On ne saisit d'ailleurs pas clairement les raisons qui amenèrent le gouvernement à prendre une pareille mesure. La suspension de l'Acte suffisait amplement à faire face à la situation. On aurait pu croire que c'était pour retirer l'or de la circulation : mais là aussi, une émission des coupures de une livre et dix shillings par la Banque d'Angleterre aurait suffi. Était-ce enfin, pour constituer un système élastique de réserve bancaire pour faire face aux besoins pressants des finances de guerre ? Mais ici aussi on ne voit pas pourquoi une suspension de la Charte de 1844 n'aurait pu rendre les mêmes services.

La seule explication qu'on en peut donner est que la manière dont on devait se servir des *currency notes* pour faire des avances aux banques et que nous étudierons plus bas, est essentiellement contraire à l'esprit et aux traditions de la Banque d'Angleterre, voire même de toute banque d'émission. Quoi qu'il en soit, et pour revenir à notre récit des événements, le gouvernement et les hommes de la Cité profitèrent du dimanche, du lundi qui est normalement un *Bank Holiday* et des trois jours de prolongation, spécialement édictés pour

(1) *Parliamentary Debates*. vol. 75. N° 112. Cité dans H. Wüthers, *op. cit.*, p. 9.

gagner du temps et prendre les mesures que commandait la situation.

Voyons donc quelles furent ces mesures. Le 3 août, un Acte de Parlement (*Postponement of Payments Act*, 1914 (4-5 Geo. V. c. II), après avoir confirmé la Proclamation royale portant la même date, édicte que « Sa Majesté peut, par une Proclamation, autoriser le renvoi, à une date ultérieure, de l'échéance de toute lettre de change, ou de tout autre instrument négociable, ou de tout autre paiement né d'un contrat ». La première mesure prise fut en faveur des maisons d'acceptation. On imagine facilement quelle pouvait être la situation de ces maisons, dans les derniers jours de juillet 1914, au moment de la dislocation des changes et de l'impossibilité pour les étrangers de faire les remises indispensables. Le crédit de plusieurs de ces maisons en était atteint et on se demandait même si elles pourraient jamais se relever du coup qui leur était ainsi porté. Il fallait agir, d'abord parce que la faillite de plusieurs de ces maisons pouvait impressionner désagréablement le public et l'étranger ; ensuite, parce qu'elle aurait de funestes conséquences sur le crédit des *bill-brokers* et des banques, atteintes elles-mêmes déjà par les acceptations qu'elles font, d'une part, et par la fermeture du Stock Exchange de l'autre ; enfin le crédit des maisons d'acceptation est indispensable au bon fonctionnement du commerce extérieur.

La proclamation du 2 août 1914 proroge d'un mois l'échéance de toute lettre de change — autre qu'un chèque ou qu'une lettre de change payable à vue — *acceptée avant le 4 août*, si à la présentation, l'accepteur primitif la ré-accepte. Il aura à payer les intérêts au

taux officiel pratiqué le jour de la ré-acceptation. Les intérêts seront calculés du jour de la ré-acceptation au jour de la nouvelle échéance. Il est à remarquer que, par cette prorogation, le tireur de la lettre ainsi que les endosseurs ne sont pas dégagés de leur responsabilité envers le porteur. Au contraire, leur responsabilité s'étend aux intérêts accrus pendant la prorogation.

La proclamation royale du 6 août généralise largement le moratorium (1). Elle proroge *d'un mois* l'échéance de toutes les dettes exigibles avant le 4 septembre, que ces dettes soient exigibles en vertu d'un chèque, d'une lettre de change à vue, de tout autre instrument de crédit, ou même d'un contrat quelconque, pourvu qu'ils soient signés avant le 4 août ; cependant, pour les paiements dûs avant le 6 août et dont le paiement n'aura pas été effectué à cette date, leur paiement ne pourra être exigé avant le 4 septembre. La proclamation prévoit la question du calcul des intérêts et édicte certaines exceptions au moratorium : paiement des salaires ; engagements dont le montant primitif est inférieur à 5 livres ; la convertibilité des billets par les banques d'émission etc. etc.

Le même jour, un Acte de Parlement dont nous avons déjà parlé à propos de la suspension de l'acte de 1844, a créé les *Currency notes*. Ces billets ont pouvoir libératoire illimité (2). Les conditions de l'émission seront

(1) Le 12 août une nouvelle proclamation étend rétroactivement les dispositions de la proclamation du 6 à certains cas omis alors. Le moratorium fut renouvelé deux fois, le 3 septembre 1914, et le 30 septembre. Les banques ne s'en prévalurent vis-à-vis de leurs déposants que jusqu'au commencement de septembre.

(2) Le même acte donne le pouvoir libératoire illimité aux

fixées par la Trésorerie dont les pouvoirs semblent être très grands.

L'actif total de toute personne à qui aura été livré des *currency-notes* est grevé d'un privilège au profit de l'Etat qui prendra rang de faveur avant tous les autres créanciers.

Voyons maintenant dans quelles conditions ces *currency-notes* ont été émises. La Banque d'Angleterre sert d'intermédiaire entre la Trésorerie et les banques. Ces dernières peuvent en obtenir au maximum un montant égal au cinquième de leur passif en dépôts et comptes-courants. Le montant reçu par chaque banque est considéré comme une avance de la Trésorerie portant intérêt, au jour le jour, au taux courant de la Banque d'Angleterre.

La banque peut rembourser cette avance à l'époque qui lui conviendra et aura la faculté, par la suite, de redemander des nouvelles avances, si elle le juge nécessaire. Toute somme, ainsi payée à la Banque d'Angleterre, sera spécialement affectée à l'incinération d'un montant égal de billets. Les banques pouvant avoir besoin du crédit ainsi mis à leur disposition par cet acte, sans avoir besoin d'instruments monétaires proprement dits, on a créé des certificats à côté des *currency notes* (1).

mandats postaux qui seront aussi remboursables en or à la Banque d'Angleterre. De même, les billets émis par les banques d'Ecosse et d'Irlande auront le pouvoir libératoire illimité en Ecosse et en Irlande respectivement. Ces banques ont la faculté de ne rembourser leurs billets qu'à leur siège social, le remboursement pouvant se faire en *currency notes*.

(1) L'émission se fait dans les mêmes conditions pour les banques écossaises et irlandaises ; seulement au lieu de circuler

Dans ces conditions, on peut se demander, si un moratorium de dépôts était réellement nécessaire. Il semble que toutes ces mesures prises pour fournir aux banques les moyens de paiement légaux nécessaires auraient dû éviter ce qui n'avait pas de précédent dans l'histoire anglaise depuis la Restauration, et, en comparaison duquel, au dire de M. le Prof. *Foxwell*, la suspension des paiements en espèces de 1797, ne paraît être qu'une modeste précaution.

L'expérience des crises de ce genre a toujours démontré que, dès que le public s'aperçoit que les banques ont assez de fonds pour rembourser ses demandes, la crise s'atténue. L'état d'esprit du public semble être le suivant : si vous pouvez me rembourser, je vous laisse mon argent en dépôt ; si vous ne le pouvez pas, eh bien, je réclame mon argent. C'est ce qui s'est passé en réalité. Llyod George l'a dit au Parlement. « La simple connaissance de ces facilités ramena la confiance (1). » Les banques pouvaient, grâce à ces mesures, emprunter pour plus de 200 millions de *currency-notes*, elles n'en ont retiré en fait que 13 millions seulement (2). Le moratorium était-il donc indispensable ? Nous ne le pensons pas. M. H. *Withers* pense que si ces mesures n'ont pas empêché le moratorium, c'est que les nouveaux billets n'étaient pas prêts, le 6 août, au lendemain du Bank

dans le public, elles serviront de couverture aux billets émis par ces banques. On permet ainsi à ces banques de dépasser les limites normales de l'émission fiduciaire proprement dite tant que cet excédent est couvert par des *currency notes* ou *certificats*.

(1) Cité par *Hartley Withers*, *op. cit.*, p. 33.

(2) *Id.*

Holiday (1). Cette raison ne nous paraît pas suffisante, car la Banque d'Angleterre était autorisée dès le 1^{er} août à dépasser les limites qui lui sont imposées par l'Act de 1844, et ses billets remplacèrent, en fait, les currency-notes du 7 au 10 août.

Dans l'état de nos renseignements sur ce qui s'est passé en août 1914 dans la Cité, on peut affirmer que les mesures de protection prises en faveur des banques étaient excessives.

Ces mesures ne pouvaient d'ailleurs redonner au marché sa vigueur et lui permettre de reprendre son fonctionnement normal. Pour cela, il fallait prendre des mesures positives. La situation des maisons d'acceptation était difficile ; elles ont été les premières à profiter d'un moratorium, certes, mais il n'en était pas moins vrai qu'une fois le moratorium terminé, elles se verraient obligées de payer ce que leurs clients ne pouvaient ou ne voulaient pas faire. De la sorte, les banques étant fort peu sûres de la valeur de leur portefeuille-escompte s'abstenaient de toute nouvelle opération de ce genre ; autant dire que le marché de l'escompte n'existait plus. Dans ces conditions on publia, le 13 août, un avis concernant l'escompte de lettres de change par la Banque d'Angleterre. La décision prise était le fruit de consultations prolongées avec les autorités de la Banque d'Angleterre, les maisons d'acceptation, et les hommes d'affaires. La Banque d'Angleterre escomptera au taux officiel toute traite *approuvée* et acceptée avant le 4 août, sans recours contre le porteur. A l'échéance de la traite, l'accepteur de la lettre aura la

(1) *Id.* p. 31.

faculté d'en différer le paiement, en payant un intérêt de 2 0/0 au dessus du taux officiel. Le Gouvernement garantit la Banque d'Angleterre contre toute perte qu'elle peut subir de ce chef, quelle qu'en soit la nature.

Cette mesure fut d'abord mal comprise (1). On pensa à tort, qu'elle signifiait que la Trésorerie s'engagerait sans condition à la place du tireur, de l'accepteur et des endosseurs. D'autre part, certaines banques, au lieu de venir en aide à l'institut central en escomptant seulement des traites d'avant le moratorium, ont profité de cette mesure pour lui porter les traites dans leur portefeuille.

En escomptant des traites à 5 et 5 1/2 0/0 elles ont ainsi accumulé de l'argent liquide qu'elles étaient très heureuses, par la suite, de prêter à moins de 2 0/0.

Aussila Banque d'Angleterre qui avait commencé par accepter au réescompte, sans discrimination, toutes les traites qui lui étaient présentées, finit par fixer un maximum journalier et fit subir, par la suite, aux traites un examen sérieux. Puis, elle demanda aux accepteurs de traites dont l'échéance était arrivée, de les reprendre. C'était exagérer en sens contraire et la Banque fut obligée de faire de nouvelles concessions. Une note de la Trésorerie, datée du 5 septembre, donne les lignes générales de la solution adoptée.

La Banque avancera aux accepteurs de lettres de change signées, avant le 4 août, les fonds nécessaires pour leur permettre de payer ces lettres à leur échéance. Ainsi, les

(1) *W. R. Lawson. British War Finance, 1914-1915. Londres, 1915, pages 18 et ss.*

tireurs et endosseurs seront dégagés de toutes responsabilités, encourues comme parties à ces lettres de change, sauf celles qu'elles ont pu prendre envers les accepteurs. Ces derniers sont tenus de faire rentrer dans le plus bref délai, les sommes qui lui sont dues par leurs clients et de les faire parvenir à la Banque d'Angleterre. Ils continueront à payer sur ces avances 2 0/0 de plus que le taux courant de l'escompte. La Banque d'Angleterre s'engage à ne pas réclamer à l'accepteur toute somme non recouverte par lui sur son client, pendant une période s'étendant à une année après la fin de la guerre. Jusque-là, elle ne prendra rang qu'après les créanciers post-moratoires. Enfin pour faciliter la reprise des affaires, les banques de dépôts. et si c'est nécessaire, la Banque d'Angleterre ont décidé d'avancer à leurs clients les montants nécessaires au paiement des acceptations pour lesquelles les clients étrangers n'auront pas fait les remises nécessaires. L'accepteur devra justifier à la banque de la nature de la transaction et lui donner les raisons pour lesquelles les fonds n'ont pas été remis. Les avances auront lieu aux mêmes conditions que celles faites sur les lettres de change pré-moratoires (1).

C'est, peut-on dire, la dernière mesure prise, en ce qui concerne le marché de l'escompte, pour faire face aux exigences de la situation créée par la crise intérieure du début de la guerre. Ce qu'aura coûté au gouvernement cette remarquable opération — une des plus étranges de

(1) On pourra voir l'effet de ces mesures sur le tableau ci-joint de la situation de la Banque d'Angleterre. Les mesures se reflètent d'un côté au poste « dépôts particuliers » et de l'autre, au portefeuille.

l'histoire financière, au dire de *W. R. Lawson*, — c'est ce qu'on nous dira peut être un jour qui ne doit pas être très loin, puisqu'il y aura bientôt un an que la guerre aura officiellement pris fin.

Situation de la Banque d'Angleterre

En millions de livres

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION								
	15juil.	22juil.	29juil.	7 août	12août	19 août	26août	2 sept.
Billets émis .	56.9	57.0	55.1	44.5	50.7	55.6	61.2	65.5
Dette de l'Etat.	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
Autres titres .	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
Or monayé et en lingots .	38.4	38.6	36.7	26.0	32.2	37.2	42.7	47.0
DÉPARTEMENT DE LA BANQUE								
Capital . . .	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
Réserve . . .	3.4	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7
Dépôts publics.	13.3	13.7	12.7	11.5	7.9	13.7	23.9	28.7
Dépôts parti- culiers . .	42.5	42.2	54.4	56.7	83.3	108.1	123.9	133.8
Traites à 7 jours et autres traites . .	0.03	0.01	0.01	0.01	0.007	0.009	0.01	0.01
Titres gouver- nementaux .	11.0	11.0	11.0	11.0	23.0	26.0	29.8	28.0
Portefeuille .	33.6	33.6	47.3	65.3	70.8	94.7	109.9	121.8
Billets . . .	27.6	27.7	25.4	8.4	14.7	18.4	25.6	30.2
Or et argent .	1.6	1.6	1.5	1.6	0.8	0.7	0.7	0.7

Cette étude forcément un peu sèche et un peu confuse de la crise du début de la guerre était, croyons-nous, indispensable pour la compréhension des circonstances qui ont amené la création des *currency-notes*, d'une part, d'une masse formidable de crédits en banque de l'autre.

Nous pouvons maintenant examiner l'autre face de la crise, celle qui a le plus d'intérêt pour nous, c'est-à-dire la complète dislocation des changes.

III

Ce que l'on peut dire de la tournure qu'ont pris les événements d'août 1914, vus du point de vue de la crise extérieure, c'est qu'elle a trompé les attentes de tout le monde dans la Cité.

Une école soutenait, généralement, que la Banque d'Angleterre, voire même le système bancaire considéré dans son ensemble pouvait envisager sans crainte excessive, une crise de cette nature.

L'Angleterre est une nation créditrice de l'étranger aussi bien sur le marché des capitaux à long terme que sur le marché des capitaux à court terme. Il suffirait donc que l'Angleterre appelât son argent placé à l'étranger, à court terme, pour que l'on vît, à la place du drainage vers l'étranger, un afflux d'or (1).

L'autre école ne demandait rien moins que la constitution d'une réserve extraordinaire d'or en vue d'une guerre. *Sir Felix Schuster*, le directeur d'une grande banque de dépôts, l'a réclamée à maintes reprises et *Sir R. Giffen*, faisait, en 1908, une conférence sur la nécessité d'un trésor de guerre ou d'une réserve largement accrue (2). Cette école pensait qu'un drainage d'or vers l'étranger, toujours dangereux en soi-même, pouvait être catastrophique au début d'une guerre

(1) *Hartley Withers, op. cit.*, p. 6 et p. 40-41.

(2) *H. S. Foxwell, op. cit.*, p. 153.

lorsqu'une crise intérieure est à prévoir. On comparait la maigre réserve d'or anglaise aux réserves considérables et sans cesse grandissantes des autres pays. L'Angleterre, ajoutait-on, de par sa situation comme le centre monétaire mondial, de par sa fonction de *clearing house* des pays entre eux, se trouvera dans une situation excessivement critique au début d'une guerre, voire même au moment d'une simple crise financière mondiale. En effet, les nations étrangères possèdent toutes, ou peu s'en faut, des dépôts à vue à Londres, dépôts dont elles se serviront sans aucun doute, au moment d'une crise. Par contre l'Angleterre n'a pas ou a très peu de dépôts sur les places étrangères. De plus, depuis quelques années, les banques étrangères, justement dans le but de préserver leurs réserves d'or, se sont constituées des portefeuilles de change dont une grande proportion consistait en traites sur Londres. Nous avons déjà fait allusion à cette politique des changes de quelques banques continentales, la Banque Austro-hongroise, la Banque nationale de Belgique, la Banque nationale suisse, etc, etc, et nous n'y reviendrons pas ici. Londres, par contre, a très peu de traites sur l'étranger en portefeuille (1).

Quoi qu'il en soit, la crise est venue, soudaine, en 1914. Au lieu de voir les changes baisser (2) au point

(1) J'avoue ne pas très bien comprendre ce que l'on entend par là. Le mécanisme de l'acceptation montre très bien que Londres doit avoir en portefeuille une masse énorme de traites sur l'étranger.

(2) Nous ferons remarquer qu'en parlant du marché anglais, un change bas, lui est défavorable, un change élevé lui est au

de sortie de l'or, et un drainage de métal à l'étranger s'en suivre, on a vu au contraire tous les changes, excepté le change sur Paris et pendant un certain temps le change sur Madrid, s'élever précipitamment jusqu'à atteindre des niveaux vraiment extraordinaires. Le mécanisme des changes était disloqué. Le papier anglais devenait tellement rare sur les marchés étrangers, que les débiteurs ne pouvaient faire les remises nécessaires. A un certain moment, il n'y a plus de cours pratiqués, et sur la place de New-York, par exemple, si on voit encore au commencement d'août, des cours cotés, il ne faut pas y attacher une grande importance, surtout au point de vue commercial. C'étaient des cours pratiqués à l'occasion de remises faites par les familles des touristes américains embarrassés par les moratoriums déclarés dans les différents pays d'Europe. Les transactions en papier long, qui forme la base de presque toutes les opérations de change, sont nulles.

Voici, à titre d'indication, les cours des *cable transfers* pratiqués à New-York, du 20 juillet au 20 août 1914 (1).

contraire favorable. C'est le contraire, pour Paris, et les places continentales en général. En effet, Londres donne le *certain* à la majorité des places étrangères, alors que Paris donne l'*incertain*.

(1) *Commercial and Financial Chronicle. Bank Quotations. Juillet-août 1914.* Le pair est 4.8665 dollars pour une livre sterling. New-York donne l'*incertain* à Londres, et reçoit le *certain*. Les comparaisons entre les cours pratiqués sur les deux marchés deviennent ainsi très faciles.

20 Juillet . .	4.8760 — 4.8770	5 Août . . .	Nominal
21 » . .	4.8785 — 4.8800	6 » . .	5.25 — 5.50
22 » . .	4.8835 — 4.8845	7 » . .	Dimanche
23 » . .	4.8885 — 4.8900	8 » . .	5.15 — 5.25
24 » . .	4.8880 — 4.8890	9 » . .	5.15 — 5.25
25 » . .	4.8910 — 4.8920	10 » . .	5.15 — 5.20
26 » . .	Dimanche	11 » . .	5.00 — 5.05
27 » . .	4.9450	12 » . .	4.98 ¹ / ₂ — 5.00
28 » . .	4.9425 — 4.9450	13 » . .	4.99 — 5.00
29 » . .	4.97 — 5.00	14 » . .	Dimanche
30 » . .	5.00 — 5.15	15 » . .	4.97 ¹ / ₂ — 4.98
31 » . .	5.50 — 5.75	16 » . .	4.98
1 ^{er} Août . .	7.00	17 » . .	5.02 — 5.02 ¹ / ₂
2 » . .	6.25 — 6.75	18 » . .	5.04 — 5.05 ¹ / ₂
3 » . .	Nominal	19 » . .	5.05 — 5.06
4 » . .	Nominal	20 » . .	5.05

Il faudra de longs mois et de longs efforts pour remettre en marche le mécanisme disloqué et ce ne sera que vers la fin de l'année 1914, que les changes se rapprocheront du pair, pour tout de suite, d'ailleurs, tomber au-dessous. Une nouvelle période de la crise du change s'ouvrira alors, et dont nous nous occuperons plus tard.

Nous avons choisi les cours du dollar, parce que ce sont ceux qui ont subi les fluctuations les plus caractéristiques en même temps que les plus inattendues. Les autres devises ont subi des fluctuations analogues (1).

Quelles ont été les causes d'un mouvement aussi désordonné? Il y en a une principale et c'est l'arrêt du fonctionnement du crédit international dont Londres est le centre. Personne n'était préparé à prendre, sur le

(1) On trouvera les cours de la £ sur les différents marchés neutres dans les rapports de fin d'année des instituts centraux à leurs assemblées générales d'actionnaires.

champ la place que Londres venait de quitter, il faut l'avouer, un peu trop précipitamment, laissant les autres pays dans le plus grand embarras.

En effet, il y a quatre moyens de solder une dette à l'étranger : 1° expédier des marchandises, 2° expédier de l'or, 3° exporter des titres, 4° se faire ouvrir des crédits à courts termes (1).

Et de ces quatre moyens, il n'était pas facile d'en employer un en 1914, au moment de la guerre. L'insécurité des voies maritimes, accompagnée de la hausse des frêts et des assurances, rendaient fort difficile l'échange international de marchandises. En outre, il s'écoule nécessairement un certain temps entre l'envoi de marchandises et la réception de leur valeur. Ce sont là deux opérations séparées par une période plus ou moins longue, et que, seul, le crédit, rend contemporaines. L'exportation de l'or, était rendue difficile pour les mêmes raisons, avec, en plus, les embargos sur le métal plus ou moins justifiés, plus ou moins déguisés aussi, que les différents pays ont cru bon d'appliquer. L'exportation de titres était restée libre, mais cette liberté était rendue illusoire par la fermeture des différentes bourses, avant même qu'aucune déclaration de guerre ne fût connue du public.

Restait donc, le mécanisme du crédit international et c'est un arrêt complet qu'il subit en août 1914. Pour bien comprendre ce qui s'est passé; il nous faut revenir au mécanisme de l'acceptation. Lorsqu'un exportateur

(1) *J. M. Keynes. War and the Financial system August. 1914, Econ. Journ. p. 466.*

américain tire sur son client anglais une traite à deux ou trois mois, qu'il la fait accepter à Londres par une maison d'acceptation ou une banque, puis escompter sur le marché anglais, il anticipe de deux ou trois mois le paiement de sa marchandise. Au point de vue du change, l'exportation qui, normalement, n'aurait dû avoir d'influence que dans deux ou trois mois, en a une, tout de suite, par le mécanisme de l'acceptation. En effet, grâce à l'acceptation, dès que la traite de l'exportateur arrive à New-York, le banquier américain qui l'a achetée est en mesure de vendre du change à vue — *demand exchange*. Supposons maintenant, le mécanisme de l'acceptation soudainement arrêté. Si les banques américaines, n'ont pas de fonds disponibles à Londres, elles ne pourront plus vendre du change à vue, à moins d'exporter de l'or, et cela, même si les traites à échéance éloignée continuent d'arriver sur le marché. Ainsi donc, même au cas où Londres n'aurait pas retiré ses capitaux des marchés étrangers, mais aurait simplement cessé d'offrir à ces marchés les facilités coutumières par le refus de l'acceptation et de l'escompte, les changes se seraient tournés nettement en sa faveur.

Mais il y a plus, Londres n'offre pas seulement ces facilités pour les opérations dans lesquelles l'Angleterre est directement intéressée, mais, aussi, pour des opérations analogues entre deux pays étrangers. Nous avons vu comment une exportation de la Chine aux Etats-Unis payable deux ou trois mois après, se résume au point de vue du change, en un tirage immédiat de la Chine sur Londres, puis, à l'échéance, par une remise de New-York à Londres ou un tirage de Londres sur New-York. Ici aussi, Londres a, pour ainsi dire, ouvert

un crédit de deux ou trois mois à la Chine ou à New-York, comme on voudra.

Enfin, nous avons les *finance bills*, le papier financier proprement dit qui n'est qu'un moyen d'emprunter à court terme sur un marché étranger.

Or, il faut remarquer que, de ces crédits ainsi ouverts par Londres aux pays étrangers, il y en a qui viennent à échéance tous les jours ; ils sont renouvelés aussi tous les jours ; et ceci étant l'état des choses depuis de nombreuses années, les marchés étrangers en sont arrivés à compter sur le concours de Londres, comme une partie intégrante de leur fonctionnement normal.

Ce n'est que grâce au concours de Londres, qu'ils payaient Londres. Bien entendu, tout le monde y trouvait son profit, y compris le marché anglais.

Il est maintenant clair que Londres, retirant du marché international son concours, le résultat devait être une demande inusitée de lettres de change sur Londres, en même temps que l'offre tarissait.

Une situation pareille mène généralement à des prix exceptionnels, et à un arrêt complet des transactions.

Le change américain, de juillet à octobre 1914, nous offrira un exemple typique de ce qui précède (1).

En juillet 1914, le marché de New-York n'était pas

(1) Cf. O. M. W. Sprague. *The war and the Financial Situation in the United States*, dans *Quart. Journ. of Econ.* Novembre 1914, et du même auteur. *The crisis of 1914 in the United States*, dans *Ameri. Econ. Rev.* septembre 1915. Voir aussi les chroniques hebdomadaires du *Commercial and Financial Chronicle*, de New-York ; on peut consulter l'ouvrage de B. M. Anderson, déjà cité.

aussi actif qu'il l'est habituellement à cette époque de l'année. Du 23 juin au 18 juillet, la livre sterling baisse de 4.8820 à 4.8690 (1), en prévision des larges exportations de l'automne. Dans ces conditions, tant que le change à vue était au dessus du pair, il devenait profitable de tirer des *finance-bills* sur les marchés étrangers. C'était un moyen peu coûteux d'emprunter de l'argent à court terme. Et ces *finance bills* étaient la source principale de l'offre de change à vue. Aussi, ce dernier baissa-t-il et cela malgré qu'il soit certain que le 18 juillet, lorsque le change atteint le cours de 4.8690, New-York avait peu de ressources liquides sur l'étranger. C'est la situation normale pour New-York, généralement débitrice sur le marché international des capitaux à court terme, excepté à l'époque des grosses exportations de céréales et de coton.

Le 20 juillet, il y eut une légère hausse des taux de l'argent sur le Continent ; malgré que cette hausse ait été pratiquement insignifiante, la livre monte à New-York, jusqu'à atteindre 4.8820 le 23 et 4.8830 (2) le samedi 25. Le 23 juillet, 2 millions et demi de dollars en or sont expédiés à Paris, et le samedi, 3.600.000 dollars sont mis de côté pour être exportés le mardi suivant.

Le taux de l'argent n'avancant que légèrement à Londres, les *finance-bills* continuent à être tirés pendant la première moitié de la semaine au moins. La hausse du change compensait en effet et plus, la hausse de

(1) Ce sont les cours du change à vue, du papier court.

(2) C'est pratiquement le point de sortie de l'or — en temps normal bien entendu.

l'argent à Londres. Il y avait donc une offre normale de change tout le long de la semaine, mais la demande s'était élargie notablement. Cet accroissement de la demande était dû, en partie au moins, à la hausse elle-même (1).

En effet, plusieurs de ceux qui avaient des paiements à faire à l'étranger, devant la baisse du début du mois, ont retardé autant que possible leurs achats de change. Les événements ayant tourné contrairement à leur attente ils se sont couverts précipitamment, exagérant ainsi la hausse. — A cela, venait s'ajouter les ventes considérables de titres américains sur le marché de New-York (2). Le lundi, les cours atteignaient 4.92 et

(1) « En conséquence de l'énorme offre de traites financières de coton et de céréales, des spéculateurs, parmi lesquels on compte plusieurs banques et *trust companies*, semblent s'être engagées dans de larges opérations à découvert. La demande insistente d'or par la France, qui manifestait l'existence d'une sérieuse crise dans la situation politique européenne, ne tarda pas à leur montrer le danger de leur situation. » En effet depuis le 1^{er} janvier 1914, la France avait reçu plus de 82 millions de dollars des Etats-Unis. Le premier mouvement eut lieu du 13 janvier au 12 mars et portait sur seize millions. Le second eut lieu entre le 4 mai et le 26 juin et porta sur près de 64 millions, dont 62 pour Paris seulement. *Comm. Fin. Chron.* 25 juillet 1914.

(2) La pression sur la Bourse de New-York a été très forte. Certains titres, spécialement ceux qui étaient en faveur auprès des capitalistes continentaux subirent de véritables effondrements de cours. Tels sont le Canadian Pacific, le U. S. Steel, le St-Paul etc. Le volume des ventes ne fut réellement pas extraordinaire. Le 28 juillet, le nombre de titres vendus dépassa à peine le million, alors qu'on avait vu, à certaines époques, des ventes dépassant les deux millions. Mais, il faut remarquer que ces ventes étaient pour compte, non de spéculateurs, mais de véri-

une telle hausse au-dessus du point de sortie de l'or indiquait clairement que le marché des changes était complètement désorganisé. C'est que le même jour Londres (1) cessait ses opérations d'acceptation et d'escompte du papier étranger. « Quand Londres cessa d'accomplir ces deux opérations, dit M. le prof. *Sprague*, le mécanisme des changes étrangers fut inévitablement et sur le champ, complètement désorganisé dans tout l'univers (2). »

Cette action de Londres eut sa répercussion non seulement sur les transactions ayant pour objet la vente et l'achat des traites commerciales, mais aussi, comme nous l'avons laissé deviner plus haut, sur le marché du change à vue. Comme le dit fort bien le Prof. *Sprague* « le samedi, chaque traite commerciale offerte sur le marché offrait le moyen d'une vente immédiate de change à vue. Le lundi, l'offre immédiate de change à vue ne pouvait plus, en aucune mesure, être alimentée à cette source. » (3). La vente de change à vue ne pouvait plus avoir lieu que contre les fonds disponibles à l'étranger et dont la masse n'était pas énorme.

tables rentiers et que les ventes étaient pour compte étranger. Ces deux circonstances faisaient que le marché voyait les fonds mis à sa disposition disparaître rapidement. Dans ces conditions, on ne pouvait que décider la fermeture de la Bourse, cf. *Anderson, op. cit.*, pp. 147-149.

(1) A partir de lundi, Londres ne cote plus des cours pour l'escompte.

(2) *Amer. Econ. Review*. Septembre 1915, p. 503.

(3) *Ibid.*

Il ne restait plus qu'un moyen et c'était l'exportation de l'or. Et en effet, on en usa d'abord libéralement. A la fin de juillet, on exporta tout l'or que les compagnies d'assurances acceptaient d'assurer. Mais il est évident que cette source de change ne pouvait suffire à faire face à la demande, surtout que les ventes de titres ont continué, malgré la baisse considérable, jusqu'à la fermeture de la Bourse le jeudi. Mais même si la Bourse avait fermé plus tôt, il est clair que les exportations d'or n'auraient pas suffi pour faire face aux demandes de livres qui se sont produites dans la première quinzaine d'août. Malgré une exportation d'or de 11 millions de dollars à Montréal, dans la première semaine d'août, ce n'est que le 12 qu'on annonça que la Banque d'Angleterre, profitant de ce que sa Charte ne lui impose pas la localisation de sa réserve en un lieu déterminé, a décidé de créer une succursale à Ottawa. Elle recevait là, l'or à destination de l'Angleterre moyennant quoi elle ouvrait un crédit, à Londres, au profit de ceux que l'exportateur du métal désignait. A la même époque, cependant, les banques américaines commencent à refuser de donner librement l'or. De fait, au milieu d'août, la livre valait 5 dollars à New-York, et la Banque d'Angleterre n'offrait à Ottawa qu'une livre par 4.91 dollars versés en or.

On estimait, alors, de 100 à 200 millions de dollars la balance en faveur de l'Angleterre seule. Certains demandaient qu'on la soldât, en or, si nécessaire, et allaient jusqu'à proposer de porter des amendements aux lois bancaires, à seule fin de relâcher l'or. Cette opinion ne prévalut pas, en fin de compte, et ce n'est que vers le milieu de Novembre que les cours de la

livre baissent, et cette fois pour longtemps, au-dessous du point de sortie de l'or.

Le point de vue américain, vigoureusement soutenu par le *Commercial and Financial Chronicle*, entre autres journaux, est assez curieux.

Jusqu'au 12 septembre, la Banque d'Angleterre n'avait pas donné réponse à la question du *State Department* de savoir si, en cas où l'Amérique solderait sa balance défavorable en or, l'Angleterre serait disposée à agir de la même façon, s'il lui arrivait de se trouver dans une situation analogue. On faisait remarquer que ce silence indiquait qu'une fois l'or exporté on n'était pas sûr de le voir revenir. En outre, faisait-on remarquer, ce n'est pas l'Amérique qui a créé la crise. C'est l'Angleterre qui, soudainement et sans égards pour ses anciens clients — *unceremonious* — retira ses crédits. Il n'est pas raisonnable qu'un système de crédits réciproques, fonctionnant depuis des générations, soit soudainement arrêté par une des parties en cause, en insistant à être payé en or. C'est comme si on exigeait tout d'un coup, par le retrait de tout crédit, que toutes les transactions d'un pays soient faites au comptant. C'est le rôle des banques de faire la soudure, si on peut dire, entre les périodes d'aisance monétaire et les périodes de tension.

Enfin, disait-on, la dislocation des changes est due au fait qu'au début de la guerre les différentes nations européennes ayant déclaré des moratoriums, l'Amérique a vu les millions de dollars qu'elle avait en dépôts et comptes courants dans ces pays devenir inutilisables, alors que ces mêmes pays réclament avec insistance le paiement de leurs créances sur l'Amérique.

Jusqu'au 17 novembre, aucune créance américaine sur l'Europe ne pouvait être encaissée. On estimait à 180 millions de dollars les traites anglaises qui étaient, de la sorte, immobilisées dans les portefeuilles américains. Les opérations de change devinrent unilatérales et sans contre-partie.

Dans ces conditions, la seule solution pratique consistait à ouvrir des crédits à New-York en faveur de l'Europe, jusqu'à ce que les crédits américains en Europe devinssent utilisables. Les uns auraient compensé les autres. Mais ni la Banque d'Angleterre qui avait une pléthore d'or, ni les banquiers américains ne voulaient prendre en considération cette suggestion.

« On a insisté pour que le paiement eût lieu en or, et cela au moment même où nos débiteurs anglais, par suite du moratorium ne payaient pas du tout (1) ».

Telle est la thèse de la grande revue américaine. Elle cherche à faire tomber sur Londres toute la responsabilité de la situation, même pour les développements qui sont la suite naturelle de l'organisation du marché de New-York.

L'argument tiré des moratoriums ne tient pas debout. Le marché des changes américains était désorganisé bien avant la déclaration de tout moratorium. Bien plus, les 180 (2) millions de traites que les Américains

(1) *Com. Fin. Chronicle* du 14 novembre 1914. V. aussi les numéros du 12 septembre, du 17 octobre, du 24 octobre, 7 novembre et 5, 12 et 19 décembre.

(2) On arrivait à ce chiffre par une méthode de calcul assez bizarre. On faisait la somme des exportations américaines dans les trois mois qui précédèrent la guerre. On arrive au chiffre

avaient en portefeuille d'après les calculs de la *Chronicle*, sont des traites à long terme. Ces traites venaient à échéance, il est vrai, dans la période couverte par le moratorium anglais, mais qui nous dira la proportion de ces traites escomptées sur la place de Londres et contre lesquelles il a été déjà vendu à New-York du change à vue? C'est aussi un fait que New-York avait très peu d'argent liquide à l'étranger, fin Juillet 1914 (1).

Reste donc le retrait subit et *unceremonious* de crédit. On accuse, somme toute, Londres d'avoir fait pour le marché international, ce qu'ont fait les banques anglaises sur le marché de Londres. Dans quelle mesure, un client habitué à user de certaines faveurs, en conformité desquelles il a organisé ses affaires peut se considérer comme lésé, en cas de retrait soudain, c'est ce que nous n'entreprendrons pas de dire. Tout au plus, ferons-nous remarquer que Londres était dans son droit strict en cherchant au début de la guerre à se sauver elle-même avant de penser aux autres, et franchement on était mal venu de s'en plaindre.

Quoi qu'il en soit, le 4 septembre le Federal Reserve Board réunit les représentants des *clearing-houses* des villes de réserve pour examiner la situation créée par la dislocation du système des paiements internationaux.

On décida la formation d'un *gold pool* jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars. Chaque banque y

global de 473 millions de dollars, dont 180 pour l'Angleterre seule. Par contre, M. M. Adoo donnait comme estimation des dettes des Etats-Unis, la somme de 450 millions de dollars.

(1) V. plus haut, p. 41.

participerait en proportion de sa réserve d'or. Le quart de la souscription sera appelé de suite ; le reste suivant les décisions du Comité d'organisation. Au début d'octobre, la souscription n'étant pas encore terminée, les banques de New-York ont fait une avance de 10 millions de dollars pour permettre au Comité de commencer ses opérations. Le but du Comité n'était pas d'exporter de l'or en quantité suffisante pour faire baisser le change au-dessous du point de sortie du métal, mais, simplement, de vendre des livres toutes les fois, qu'à son avis, les cours étaient plus élevés que ne le commandait la situation réelle du marché. Il semble même qu'on ait voulu stabiliser les cours du change à vue aux environs de 496 dollars. Les demandes d'achat devaient être accompagnées de la justification de l'usage qu'on voulait faire de la remise. C'était en somme comme on le voit une politique de change assez analogue à celles que devaient suivre, par la suite, les principaux belligérants.

L'annonce de la constitution du *gold pool* fit baisser les changes, parce que les acheteurs éventuels renvoyaient à plus tard leurs achats, puis l'intervention du *gold pool* sur le marché n'ayant pas amené la baisse attendue, le mouvement d'achat s'est précipité, et de nouveau les cours atteignent des niveaux plus élevés. Le *gold pool* fut dissous au début de janvier 1915.

Ce ne fut d'ailleurs pas le seul Comité de banquiers qui intervint à cette époque sur le marché des changes. Cent millions de dollars de bons de la Ville de New-York, dont 80 avaient été placés à Paris et à Londres, venaient à échéance entre septembre 1914 et jan-

vier 1915 (1). Sans une intervention des banques, le paiement en aurait été très difficile et la signature de la ville risquait d'être non honorée. Un syndicat de banquiers, à la tête duquel, se trouvaient les maisons J. P. Morgan et C^o et Kuhn, Loeb et C^o, souscrivit un emprunt à la ville à un taux de 6 0/0. Le syndicat offrit à la Ville le change nécessaire au paiement des tranches étrangères à un prix fixe et convenu d'avance. Si le syndicat arrivait à se procurer le change à un prix inférieur, son bénéfice sera limité à 2 0/0 ; le reste devant revenir à la Ville de New-York. Les banques faisant partie du syndicat s'engagèrent de leur côté vis-à-vis de ce dernier à lui fournir de l'or ou du change en proportion de leurs souscriptions à l'emprunt.

Entre le 16 septembre et le 6 novembre, les souscripteurs ont fourni 52 millions de dollars dont 17 millions étaient en change ou chèques, et 35 en or. A partir du milieu de novembre, c'est-à-dire pour les trois derniers appels du syndicat, les banquiers n'ont pas eu de difficultés à se procurer les moyens de change nécessaires ; ils n'ont donc pas eu à se séparer d'une portion de leur encaisse.

Cette opération pour autant qu'elle a amené les banques à se séparer d'une partie de leur encaisse, a

(1) Voici comment se distribuaient entre Paris et Londres les bons souscrits.

	Livres		Francs
Sept. 1914 Londres.	2.170.000	Sept. 1914 Paris	7.000.000
Oct. 1914 » .	2.310.000	Oct. 1914 » .	10.450.000
Nov. 1914 » .	6.225.000	Nov. 1914 » .	35.550.000
Déc. 1914 » .	2.605.000	Déc. 1914 » .	8.500.000
Janv. 1915 » .	100.000	Janv. 1915 » .	—
	13.410.000		61.500.000

créé des moyens de paiement sur l'étranger. Autrement, et pour le restant, le syndicat s'est approvisionné sur le marché, influençant ainsi les cours dans le sens de la hausse.

Quoi qu'il en soit de ces interventions, la situation devint de plus en plus aisée jusqu'à ce que au début de 1915 on commença à envisager la question du reflux de l'or.

En même temps le *gold pool* était dissous. Quelles sont donc les raisons de ce revirement ?

S'il faut en croire la *Chronicle*, la fin du moratorium anglais qui avait figé pour ainsi dire les exportations américaines des trois mois précédant la guerre — soit d'après la même source, 473 millions de dollars — suffit par elle-même à rétablir la situation. Il est vrai que pendant les 3 mois qui ont précédé la guerre, les exportations américaines ont été de 473 millions, mais les importations pendant le même temps se sont élevées à 481 millions de dollars, soit une balance défavorable de 8 millions de dollars. Cette balance déficitaire fut plus que compensée par l'énorme exportation de métal jaune pendant la même période, 98 millions et demi de dollars, contre une importation de 9 millions seulement. Ainsi donc, si les moratoriums n'étaient pas venus empêcher l'Amérique de disposer des 473 millions représentant ses exportations de mai, juin et juillet, les dettes américaines auraient trouvé plus que leur compensation dans les créances qu'elle possédait sur l'Europe, grâce à ses exportations de marchandises et de métal.

D'autres considérations viennent appuyer cette thèse. En effet, alors que l'excédent de l'exportation sur

l'importation de marchandises était pour le deuxième semestre de 1913 de 405 millions de dollars, il n'est pour la période correspondante de 1914, que de 259 millions de dollars seulement. Il faut aussi ajouter que depuis la réouverture de la Bourse de New-York, il y a eu des ventes de titres pour compte étranger quoique dans des proportions plus modestes qu'on ne le pensait alors. Les grosses liquidations auront lieu plus tard. Et cependant le change est très favorable à l'Amérique.

Nous croyons, cependant, que cette baisse de la livre, et aussi de presque tous les autres changes étrangers était due à la balance commerciale favorable à l'Amérique. Nous remarquerons cependant que cette baisse du change peut s'expliquer fort bien, malgré la diminution en 1914 de l'excédent de la balance favorable en comparaison de l'année 1913, par l'absence des remises que les Américains ont l'habitude de faire et que l'état de guerre rendait sans objet.

En outre, à partir du mois d'octobre le commerce extérieur prit une telle envergure, qu'il était facile de prévoir des *records* pour un avenir immédiat. De plus, on était dans l'incertitude absolue concernant la politique qu'entendaient suivre les banques d'émission relativement à leur encaisse-or. Tout cela n'était pas sans inciter le public à croire à des cours de plus en plus dépréciés des changes des belligérants. Il s'en suivait naturellement des achats spéculatifs de change. En effet, comme le dit M. le Prof. *Sprague* : « La mesure de cette (mouvement de commerce) influence pendant un mois quelconque n'est pas entièrement indiquée par les publications des douanes pour ce mois, parce qu'une grande partie des affaires traités avec les nations en

guerre est basée sur des ordres qui demandent des mois pour leur achèvement et leur livraison à bord. Le paiement à la commande et même la certitude d'un paiement quelconque à une date future donnaient lieu à des transactions immédiates de change (1) ».

Enfin, il semble bien que devant le peu d'enthousiasme que Londres manifestait à financer le commerce extérieur des autres pays, une partie importante de ces opérations est entreprise par New-York. De grosses demandes de change sont occasionnées aussi par les capitalistes étrangers transférant une partie de leurs capitaux à New-York, soit pour plus de sécurité, soit surtout pour les besoins de leurs affaires (2).

Tels sont les développements de la crise des changes du début de la guerre. Elle a duré peu de temps et lorsque sur l'invitation de la Trésorerie Américaine, deux représentants de la Trésorerie anglaise, sir *George Paish*, l'éditeur du *Statist*, et M. (maintenant Sir) *Basil Blackett* partirent pour Washington au début d'octobre 1914, la crise prenait virtuellement fin. Le but de ce voyage était d'ouvrir des négociations en vue de rendre inutile l'exportation des 100 millions d'or constitués par le *gold pool* et non comme on l'a pensé à l'époque (3) pour prendre livraison de cet or. Vers le milieu de décembre les négociations étaient arrêtées. Elle avaient porté sur l'ouverture d'un crédit de 100 millions de dollars à Londres pour permettre à New-York de payer ses dettes.

(1) *Id.*

(2) *Com. Fin. Chron.*, 27 février 1915.

(3) *Ibid.* 5 décembre 1914.

Le 7 janvier 1915, la livre est à 4.83 3/8, soit 1 cent et demi au-dessous du point d'entrée de l'or. New-York n'avait, cependant, pas reçu d'or d'Angleterre et cela malgré que la Banque d'Angleterre avait relâché, à la même époque, plus de 5 millions de dollars d'or à Ottawa. Cet or n'est pas parvenu aux Etats-Unis parce qu'à la même époque, New-York avait souscrit pour près de 7 millions de dollars de bons, à 3 ans, de la Ville de Montréal. Cette baisse de la livre était due, disait-on, à l'offre par le Canada, le 7 janvier, de 1 million de livres. Le Canada empruntait à Londres et avec le produit de l'emprunt achetait des marchandises et des provisions aux Etats-Unis. Avec le reflux de l'or, commence une nouvelle période de l'histoire du change anglais, période qui finira par l'émission de l'emprunt anglo-français qui vient d'être remboursé à New-York.

LIVRE TROISIÈME

LA POLITIQUE RÉGULATRICE DU CHANGE

CHAPITRE I

VERS LA STABILISATION DU CHANGE

SOMMAIRE. — La balance commerciale de l'Angleterre et des Etats-Unis d'août 1914 à la fin de 1915. La baisse continue du change anglais tout le long de 1915. Devant le flot d'or qui menace d'inonder le marché américain, on arrive à s'entendre pour l'émission d'un emprunt anglo-français, offert au public le 15 octobre 1915. En même temps, à la suite de la constitution d'un comité de banquiers anglais et américains, on arrive à s'entendre sur l'ouverture de crédits de banque à banque, contre dépôts de titres du gouvernement anglais à la Banque d'Angleterre. Les sommes ainsi obtenues seront contrôlées par le comité international de stabilisation du change anglo-américain. Les cours continuent à s'améliorer, et l'année se termine sur un cours moyen de 4.74 5/16 alors que les cours se stabiliseront, par la suite, autour du cours de 4.76 1/2.

Avec la prolongation de la guerre, les belligérants devaient se tourner de plus en plus vers les neutres pour se procurer le matériel et les provisions indispensables à la conduite des hostilités.

Un simple regard jeté sur les statistiques douanières des différents pays suffira pour faire attribuer, au moins dans une certaine mesure, l'explication de la dépréciation des devises des belligérants à la rupture d'équilibre de la balance commerciale.

Nous bornerons, pour le moment, cet examen à la période qui va de la déclaration de guerre, à l'émission de l'emprunt anglo-français, à la fin de septembre 1915.

Et voici d'abord (p. 191) les chiffres donnés par les statistiques douanières des Etats-Unis (1).

Ainsi donc, pour la période allant d'août 1914 à fin décembre 1915, l'exportation *nette* de marchandises, argent métal compris est de plus de 2 milliards de dollars. L'importation *nette* d'or se monte à près de 349 millions; l'excédent de la balance favorable aux Etats-Unis est donc, de 1708 millions de dollars.

Durant la même époque, la balance anglaise se décompose ainsi (2), l'importation *nette* de marchandises s'élève à près 475 millions de livres; l'exportation *nette* de métaux précieux s'élève à 12 millions de livres; ce qui donne une balance défavorable de 463 millions de livrés ou 2250 millions de dollars.

Nous ne nous attarderons pas à discuter ces statistiques; ce sera le sujet du livre suivant. Nous ne donnons pas non plus le commerce spécial de l'Angleterre avec les Etats-Unis et réciproquement, parce que c'est plutôt le commerce mondial d'un pays et non sa balance particulière avec tel ou tel pays, qui est le facteur important dans les fluctuations du change; et cela, malgré le fait que, depuis la guerre, avec la fermeture des marchés l'un à l'autre et l'arbitrage gêné dans ses opérations, la balance particulière avec tel ou tel pays

(1) Pour les changes, consulter les graphiques à l'appendice, surtout le graphique I et VIII.

(2) Pour le commerce anglais, voir à l'appendice le graphique II.

prend une importance qu'elle n'avait pas auparavant. Nous préférons aussi nous restreindre à l'examen de la balance générale pour la bonne raison que l'Angleterre ne réglait pas ses seules dépenses aux Etats-Unis, mais aussi, une grande partie des dépenses de ses alliés. A mesure que la guerre se prolongera l'Angleterre se verra de plus en plus obligée de fournir à ses alliés les moyens de règlements à l'étranger. Mais voyons comment elle arrivait à obtenir ces moyens.

Déjà en septembre 1914, on voit réapparaître sur le marché, des traites tirées à l'occasion des exportations de céréales et de cotons. La quantité ira en augmentant, jusqu'à ce qu'au début de 1915, comme nous l'avons vu, on se demande quand l'or commencera à refluer. Avec la baisse du change le 7 janvier à 4.83 3/8, le *cable transfer* le même jour est de 4.84 3/8, le point d'entrée de l'or en Amérique est atteint. La Banque d'Angleterre lâcha alors plus de 5 millions de dollars d'or à Ottawa, qui toutefois ne parvinrent pas à New-York pour des raisons que nous avons exposées plus haut.

La semaine suivante le change — *cable transfer* — oscille toujours entre 4.84 et 4.84 3/8, et les arrivées d'or commencent. Ces arrivées sont pour compte de différents pays, Chine, Japon, France. L'envoi pour compte français a été prélevé sur l'or déposé par la Banque d'Angleterre à Ottawa ; il fut placé à la First National Bank de New-York pour le compte de la Banque de France. Cet or a été obtenu moyennant l'émission d'une tranche de bons du Trésor français à Londres.

Malgré cela, on se demande à New-York si la Banque d'Angleterre fera des difficultés pour le retrait de l'or.

S'il faut en croire le *Commercial and Financial chronicle* du 13 février 1915, « le vice-président d'une des plus importantes *trust-companies* de cette (New-York) ville qui s'est fait une spécialité des opérations en sterling, a cablé une question directe afin de savoir si l'or serait relâché. La réponse fut ambiguë ; on se bornait à dire que l'or pouvait être obtenu. La *trust-company*, télégraphia de nouveau pour obtenir une offre définie de prix et elle reçut, en retour, une demande de prix d'achat. Là-dessus, la correspondance télégraphique cessa, la nature des réponses indiquant que n'importe quelle offre serait refusée ».

On pourrait, peut-être, se demander à quoi tendait cette correspondance et quel en était le but. En effet, la Banque d'Angleterre ne pouvait s'opposer à la convertibilité de ses billets en or ; la proclamation royale du 6 août 1914, qui a étendu le moratorium à presque tous les engagements, a spécialement spécifié qu'elle ne s'appliquait pas « à tout engagement d'une banque d'émission concernant les billets de banque émis par elle ». En outre l'Act promulgué le même jour, *The Currency and Bank Notes Act. 1914*, qui créait les *currency-notes*, contenait une disposition à l'effet que « le porteur d'une *currency-note* pourra obtenir, sur sa demande, à la Banque d'Angleterre pendant les heures d'ouverture, paiement du billet et à sa valeur nominale (*face value*) en monnaie d'or qui, actuellement, a pouvoir libératoire illimité dans le Royaume-Uni. » Rappelons enfin, que si le même Act, suspend le Bank Act de 1844, cette suspension n'est nullement une suspension de la convertibilité du billet en espèces.

Ainsi donc, grâce à ces dispositions, quiconque le

voulait, pouvait se procurer de l'or à la Banque d'Angleterre, en présentant aux guichets des billets de banque ou des *currency-notes*. Mais pour le maintien efficace de l'étalon d'or, il ne suffit pas que les billets puissent être convertis sur demande en or, il faut qu'on ait la faculté une fois l'or obtenu, de l'exporter. Or, s'il est vrai que l'or pouvait être légalement exporté à cette époque et il continuera à l'être jusqu'au 1^{er} avril 1919, il semble bien, qu'en fait, la Banque d'Angleterre et le gouvernement voulaient avoir la haute main sur les opérations d'exportation du métal. Ce n'était donc l'étalon d'or que dans la forme (1).

La situation devient assez grave pour que M. J. P. Morgan, qui avait été nommé agent financier de la Trésorerie britannique en janvier 1915, parte en mars pour Londres afin, disait-on, de discuter les conditions d'un

(1) A quelle époque exactement, on essaya d'arrêter le mouvement libre du métal, c'est ce que nous ne savons pas. Dans quelle mesure y parvint-on, c'est ce que nous ignorons également. N'oublions pas enfin qu'il y avait de l'or en circulation à l'époque. Les renseignements qui sont à notre disposition ne nous apprennent qu'une chose, c'est qu'on s'est borné à faire appel au patriotisme du public.

Dans un procès qui s'est déroulé devant le Tribunal de Police de Bow Street en Janvier 1920, le sous-chef de l'office de l'émission à la Banque, dit que lorsque des demandes de conversion de billets de la Banque sont faites, on fait appel au patriotisme des clients pour qu'ils acceptent des *currency-notes* et 99 fois sur cent, ils s'inclinent. S'ils insistent, cependant, on leur donne de l'or s'ils produisent des raisons suffisantes de leur insistance. « Demandez-vous les raisons? — Oui, c'est notre droit » (?) On échange quelquefois des billets pour des envoyés officiels à l'étranger, mais la somme dépasse rarement 5 ou 10 livres. L'or n'est jamais exporté de la Banque qu'avec la permission de la Trésorerie et du Gouvernement ». *Times* 31-1 1920.

accord entre les Trésoreries britannique et américaine : En même temps, on annonçait que le gouvernement américain garderait une attitude absolument neutre en ce qui concerne les crédits qui pourraient être accordés par les banquiers américains aux belligérants. C'était revenir sur la décision prise en août 1914 et d'après laquelle l'ouverture de crédits aux belligérants était un acte contraire à la neutralité stricte (1).

Pendant cette période d'ailleurs, les excédents des exportations ne donnent pas, même si l'on fait abstraction des autres éléments de la balance des comptes, une idée exacte de la demande de change. Il ne faut pas oublier en effet, qu'une grande partie de ces exportations consistent en matériel de guerre et qui donnait lieu à des transactions de change toutes spéciales. En tous cas, les acheteurs qui sont les gouvernements, ne se procuraient pas leurs moyens de règlement sur le marché. C'est un point sur lequel le *Commercial and Financial Chronicle*, revient à plusieurs reprises. Ainsi on lit dans le numéro du 12 juin 1915 : « on peut dire que le marché est stable, quoique la situation, à ce point de vue, doive être nécessairement arbitraire en vue du large excédent de nos exportations sur nos importations. D'autre part, une grande partie de ces exportations représente du matériel de guerre et est

(1) C'est M. J. P. Morgan qui avait demandé quelle serait l'attitude gouvernementale en cas d'émission éventuelle d'un emprunt français à New-York. Et c'est le secrétaire d'Etat Bryan qui a fait connaître la décision. Mais, on peut se demander ce que pouvait être cet emprunt au moment où les Etats-Unis ne pouvaient remettre en Europe les sommes qu'elle lui devait. v. *Com. Fin. Chron.* 15 août 1914.

financée comme une transaction spéciale. Les exportations du matériel de guerre, ne sont pas, en gros, des facteurs journaliers de la situation générale du change ». Le 10 juillet, le même journal annonçait que depuis que J. P. Morgan et C^o ont été nommés agents pour les gouvernements anglais et français, vers le milieu de janvier 1915, ils ont acheté pour 400 millions de dollars de matériel pour compte anglais et 50 pour compte français. (On estime, en outre, à 150 millions le matériel acheté par l'Angleterre avant le 15 janvier). De ces 450 millions achetés par la maison Morgan une partie seulement a été payée, quoique certaines maisons ont reçu des avances. Ainsi donc l'achat du matériel de guerre n'était pas responsable de la baisse de la livre, qui doit plutôt être attribuée à l'achat des céréales et des denrées alimentaires.

Par contre, il faut tenir compte de l'énorme vente de titres pour compte étranger sur la Bourse de New-York et qui eut lieu à la même époque. Mais il paraît que les fonds provenant de ces ventes n'étaient pas offerts sur le marché, mais étaient déposés dans les banques américaines. C'est aussi l'époque où commencent les opérations qui devaient aboutir à la mobilisation des titres étrangers. En juillet 1915, le gouvernement anglais demanda à la Banque d'Angleterre d'acheter des titres américains à Londres et de les expédier à New-York pour être vendus. De juillet à fin décembre 1915, les titres ainsi achetés avaient une valeur nominale de 233 millions de dollars (1).

(1) *Report of the American Dollar securities Committee*, « ordered by the House of Commons to be printed. 20 nov. 1919, p. 3 ».

La baisse continue en août malgré le flux continu d'or. Les pourparlers ne cessent à Londres, malgré les divergences de vue qui se manifestaient sur le point de savoir si les traites seront libellées en dollars ou en livres.

Vers le 20 août, le marché des changes est démoralisé. L'Angleterre était déterminée à maintenir les cours de la livre, coûte que coûte. Comme première mesure, elle décidait l'envoi de 250 millions de dollars aux Etats-Unis ; une partie arriva, en fait, dans la dernière semaine d'août. En même temps, on annonçait le départ d'une mission officielle composée de banquiers anglais et français, et de représentants des deux gouvernements. Elle débarqua le 10 septembre. Elle était composée de *Lord Reading*, *Sir E. Babington Smith*, *Sir E. Holden*, et de *M. B. P. Blackett* ; du côté français les représentants étaient MM. *E. Mallet* et *O. Homberg*.

Le marché était nerveux et indécis. Les uns, croyaient à une hausse prochaine de la livre, devant la forte détermination de l'Angleterre de maintenir les cours ; ils renvoyaient, en conséquence, leurs ventes de livres pour plus tard. Les autres, impressionnés par les statistiques douanières de plus en plus favorables aux Etats-Unis, croyaient à une baisse continue et n'achetaient pas les traites offertes sur le marché.

Il semble que l'arrivage continu d'or, dont le marché monétaire américain menaçait d'être inondé, ait donné à réfléchir aux banquiers américains les plus récalcitrants. A la fin de septembre, on annonçait déjà, les termes de l'*emprunt crédit* anglo-français. Aussitôt le change s'améliorait, mais pas pour longtemps d'ailleurs.

C'était le premier emprunt anglais émis à New-York,

et si nous ne nous trompons, le sixième français. Le montant nominal était de 500 millions de dollars. L'émission a été faite sous la forme de bons de 50/0, émis au public au prix de 98 et achetés par le syndicat à 96. Ces bons, libellés en dollars, venaient à échéance le 15 octobre dernier; l'emprunt a été payé à cette date. Les deux gouvernements étaient solidairement responsables de son paiement. Ces termes n'étaient pas très favorables et l'emprunt revenait aux deux gouvernements à près de 7 0/0. Il est vrai que la mission avait rencontré de très sérieuses difficultés de la part des maisons germano-américaines; il y eut même quelques manifestations en face de la banque Morgan avec des écriteaux à inscriptions plus ou moins fantaisistes (1). On annonçait, en même temps, pour calmer les esprits que « les fonds obtenus par l'emprunt seront employés exclusivement en Amérique, dans le but de stabiliser le taux du change, et de maintenir, par conséquent, le volume des exportations américaines ». Bien entendu, on ne disait rien sur la manière qu'on allait employer pour stabiliser le change (2).

Le 15 octobre, l'emprunt a été offert au public et le 24 février 1916, il était complètement payé. Les changes continuaient à baisser, cependant, malgré les arrivages continuels d'or et la vente de titres. On parle même d'ouvertures de crédits; ce ne sont plus des émissions

(1) La banque Kuhn, Loeb et Co refusa d'entrer dans le syndicat parce que le gouvernement anglais ne voulait pas s'engager à ne pas faire profiter la Russie des fonds obtenus par l'emprunt.

(2) S'il faut en croire l'*Econ. Européen* (29 octobre 1915), l'argent ainsi obtenu n'a pas été offert au commerce.

dans le public, mais des crédits de banque à banque. *Sir E. Holden* éprouvait des scrupules à accepter que les traites soient libellées en dollars au lieu de l'être en livres. On raconte que la baisse en question était due, principalement, au fait que la Russie, dont les achats étaient presque entièrement financés par le Comité anglais, avait dépassé les crédits alloués ; il a fallu se procurer hâtivement les moyens de change nécessaires pour faire honneur à la signature d'un allié (1).

C'est, semble-t-il, vers cette époque, que l'Angleterre se décide à empêcher les sorties du métal pour le compte des particuliers. Les coûts de transport et d'assurance étant alors de 6 à 7 cents américains par livre, et le taux du change de 4.62, on pouvait retirer un bénéfice de 18 cents par livre exportée aux Etats-Unis (2).

Au début de novembre, le change est toujours faible, puis il progresse sans interruption, grâce aux ouvertures de crédits de banque à banque. Un comité de banquiers, qui comprenait les personnalités les plus marquantes de la haute finance anglaise et américaine, était arrivé à la conclusion que des crédits seraient ouverts de banque à banque et prendraient l'une des deux formes suivantes : ouvertures directes de crédits, contre lesquelles les banques anglaises pourront faire des tirages, ou crédits d'acceptation. On a parlé d'une somme de 200 à 300 millions.

Le premier de ces crédits a été annoncé au public le 22 novembre 1915. Il était de 6 mois, libellé en dollars,

(1) *Com. Fin. Chron.* 23 octobre 1915.

(2) *Wall Street Journal*, 27 octobre 1915.

et portant intérêts à 4 1/2 0/0. Cet emprunt (1), dont la valeur nominale en capital était de 50 millions de dollars, était garanti par un dépôt de bons du gouvernement anglais, à la Banque d'Angleterre, jusqu'à concurrence d'une valeur en livres, de 11 millions.

Ces prêts étaient généralement consentis aux banques anglaises faisant partie du *clearing-house* de Londres (2). D'autres banques pouvaient y participer moyennant le dépôt de titres approuvés. Les sommes ainsi obtenues étaient placées sous le contrôle du Comité international de stabilisation du change entre l'Angleterre et les Etats-Unis. Un syndicat se formait pour garantir la couverture en or de ces crédits. Enfin le gouvernement britannique donnait sa garantie en prévision de certaines éventualités, dont on ne précisait pas le caractère.

(1) Ce crédit qui venait à échéance à la fin de juin 1916, a été renouvelé au taux de 5 0/0, pour une année. Il paraît que les fonds obtenus, par cette opération n'avaient pas été utilisés, mais qu'ils avaient été simplement placés en dépôt dans les banques américaines.

(2) Voici comment le *Com. Fin. Chron.* 4 décembre 1915 faisait pressentir le moyen qu'allaient employer les banques pour stabiliser le change. « Le montant total a été placé à leur crédit, en dépôts, portant intérêt. Les banques londoniennes sont, de la sorte, capables de soutenir le marché en cas de faiblesse par des achats de change ; elles vendront, par la suite, en cas de progrès des cours. Ceci constituerait, en fait, une politique reconnue de spéculation ; aussi faut-il s'attendre à ne pas la voir annoncée publiquement. Quoi qu'il en soit, on est assez disposé à penser, dans les milieux s'occupant du change anglais, à l'établissement prochain d'une base arbitraire pour le change anglais. » Dans le numéro du 25 décembre, on annonce que la situation du change anglais est bien en mains.

Tout le long de cette période, le change continue à s'améliorer. L'année 1915 se termine sur un cours moyen pour le *cable transfer* de 4,74 5/16, alors qu'il avait atteint le 1^{er} septembre le cours moyen de 4,53 1/2 seulement. L'amélioration continuera jusqu'au taux moyen de 4,76 1/2, autour duquel les cours se stabiliseront. Les fluctuations autour de ce cours seront tout à fait négligeables.

Avec la stabilisation, commence une autre phase de l'évolution du change anglais pendant la guerre. Ce sera l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE II

DE LA STABILISATION A L'ENTRÉE EN GUERRE DES ETATS-UNIS

SOMMAIRE. — La balance commerciale des Etats-Unis et de l'Angleterre. Verdun. Hausse du taux de l'argent à Londres et à New-York. Les emprunts étrangers. La mobilisation des titres et l'*American Dollar Securities Committee*. Les exportations d'or en Amérique servaient à manipuler le marché de New-York en vue de l'émission d'emprunts anglais. Inquiétude en Amérique à la suite du flot d'or. L'opinion du *Federal Reserve Board* et la note de novembre 1916. Emotion du public. Politique d'argent bon marché en Angleterre à partir de 1917, contemporaine du gros emprunt de guerre. La hausse du taux de l'argent est un piètre remède contre la dépréciation du change lorsque cette dernière est due à l'inflation. La guerre sous-marine. La nouvelle note du *Federal Reserve Board*. L'entrée en guerre des Etats-Unis.

On peut dire que la stabilisation du change est, du point de vue financier, un des phénomènes les plus intéressants de la guerre. On n'avait jamais vu, auparavant, une intervention aussi longue, aussi persistante sur un marché financier. On a, certes, des exemples d'intervention de gouvernements sur un marché étranger, par l'intermédiaire d'agents financiers, et dans le but de contrôler les changes. Mais c'étaient des interventions de courte durée, le marché regagnant

vite son indépendance et les cours atteignant, aussitôt, ce qu'on pourrait appeler leur niveau naturel. Au cours de la guerre, on a pu contrôler complètement les cours de certaines devises grâce à l'intervention continue et systématique sur les marchés intéressés. Et phénomène assez étrange, l'intervention a eu lieu malgré une inflation monétaire grandissante, et qui, d'après la théorie classique, aurait dû s'exprimer au dehors, par une hausse des changes ou l'apparition d'une prime de l'or. On peut même dire que l'inflation à l'intérieur s'est produite, peu à peu, et, pour ainsi dire, grâce à l'abri offert par la stabilisation des changes. On dédaignait, en général, les dépréciations indiquées par les changes de certains pays neutres, comme de peu d'importance. Qu'était une dépréciation de plus de 20 0/0 — et plus — vis-à-vis du franc suisse, du florin, ou de la couronne suédoise, devant la stabilisation aux environs du pair du dollar américain ? On demeura littéralement hypnotisé par cette stabilisation des cours jusqu'au moment du retrait du contrôle. Que de fois n'a-t-on pas avancé cet argument de la stabilisation, comme preuve manifeste de la solidité des finances anglaises ou françaises ? On vivait ainsi dans la plus douce des illusions concernant la stabilité absolue des systèmes monétaires ; le retour au régime normal n'en devenait que plus douloureux. Et ayant vécu de grasses années sous le régime artificiel de la stabilisation, on cria au traître dès que le change fit quelques velléités d'atteindre son niveau normal.

Quoi qu'il en soit, examinons quelle a été la situation pendant la période qui nous occupe, et qui s'étend du commencement de 1916 au printemps de 1917.

Et d'abord voyons quelle a été la marche du commerce extérieur.

En milliers de dollars

1916	MARCHANDISES		OR		ARGENT	
1 ^{er} Trimestre..	1.142.562	591.876	30.793	34.672	15.326	7.327
2 ^e Trimestre..	1.338.059	697.220	156.156	31.733	15.710	8.065
3 ^e Trimestre..	1.469.805	546.078	195.910	28.024	16.682	7.823
4 ^e Trimestre..	1.532.215	560.461	302.857	61.363	22.871	9.027
1917						
1 ^{er} Trimestre..	1.634.959	711.531	60.708	302.191	19.137	8.803

Ainsi, l'exportation *nette* de marchandises et d'argent-métal a dépassé le chiffre de 4 milliards de dollars ; l'importation *nette* d'or a été, par contre, de 288 millions, ce qui donne une balance favorable de 3.770 millions de dollars. Si l'on envisage la période allant d'août 1914, à avril 1917, on constate que l'exportation *nette* de marchandises et d'argent est de 6.124 millions de dollars, l'importation *nette* d'or de 1.110 millions de dollars, soit une balance générale favorable de 5.014 millions de dollars.

Pendant la même époque, l'importation *nette* de marchandises, en Angleterre, s'est élevée à près de 404 millions de livres ; l'exportation *nette* de métaux précieux s'est élevée à près de 15 millions de livres ; soit une balance générale déficitaire de 389 millions de livres ou 1.890.5 millions de dollars.

Pour la période allant d'août 1914 à avril 1917, les

chiffres sont 879 millions ; 27 millions et 852 millions de livres soit 4.140 millions de dollars.

L'année 1916 commence dans d'excellentes conditions. La situation, semble-t-il, est bien en mains. Après quelques achats de sterling par l'Amérique pour le paiement des dividendes, achats relativement peu importants d'ailleurs, on assiste à des gros arrivages de titres pendant les mois de janvier et de février. Ces titres sont vendus sur le marché.

La bataille de Verdun, quoique suivie de près par Wall Street, parce que l'issue, pensait-on, pouvait décider de la durée de la guerre, n'influence cependant pas les cours. Peu à peu, le marché devient terne et ankylosé, et cela par suite de la stabilisation des cours : « on prend peu d'intérêt dans le change anglais qui, en fait, paraît être devenu un marché plus ou moins *standardise* sous le contrôle de la Trésorerie britannique... Le résultat final du plan de mobilisation a jusqu'ici permis à la Trésorerie britannique de maintenir les cours du sterling à un niveau choisi d'avance, soit, un peu au-dessus de 4.76 pour les traites à vue, et de cesser les exportations d'or vers ce centre (1) ».

Après la faiblesse du franc au début d'avril (2), c'est le tour de la livre en mai. Aussitôt, la vente des titres

(1) *Com. Fin. Chron.* 25-3, 1916.

(2) « Le marché des changes est entièrement déséparé. Les demandes de couverture se multiplient et tombent dans le vide ; les débiteurs immédiats ne trouvant pas sur place des remises suffisantes pour solder leurs engagements font tirer par Londres ou New-York. Les cours de ces deux marchés nous arrivent journellement en hausse et Paris est entraîné dans le mouvement, malgré les efforts de la Banque de France qui est pour ainsi dire seule à tenir tête à l'orage. » *Econ. Européen*, 14 avril 1916.

américains reprend en même temps qu'on voit se dessiner un mouvement d'importation du métal. Cette baisse était due à l'apparition, sur le marché, des premières traites tirées contre l'exportation future des céréales et du coton. Elle nécessite une intervention énergique de J. P. Morgan et C^o qui achète de grosses quantités de transferts télégraphiques. Le jeudi, 8 juin, cette maison en a pris pour 2 millions de dollars.

Le marché risquait de perdre sa stabilité ; ces interventions énergiques arrivent à lui garder son allure des trois premiers mois. Au même moment, le taux de l'escompte est porté à 6 0/0 le 13 juillet, et le lendemain, le taux des bons du Trésor, *on tap*, qui règle, dorénavant, le marché, est augmenté aussi. Cette hausse était une réponse à la hausse des *call rates* qui avait eu lieu au début de la semaine à New-York ; elle était due aussi à une crainte de tension sur le marché New-Yorkais à l'automne. Cette hausse, qui n'était pas considérable, fit sensation cependant, parce que grâce aux énormes arrivages d'or, le marché de New-York, traversa de janvier 1915 à mai 1916, la période de la plus grande aisance monétaire que Wall Street ait jamais connue. Entre les soubresauts brusques de la fin de 1914, et les non moins brusques mouvements occasionnés en 1917 par les opérations financières du gouvernement américain, les *call rates* sont au calme plat en 1915 et une grande partie de 1916 (1).

Durant juillet et août, les achats de change par les agents de la Trésorerie britannique continuent en même temps que les arrivées d'or, d'ailleurs. Au début

(1) V. B. M. Anderson, *op. cit.*, pp. 154-155.

de septembre, on se demande si cet or ne vient pas remplacer momentanément les titres qui doivent servir de gage à l'emprunt, en attendant leur arrivée à New-York. Cet emprunt, dont on avait publié les caractéristiques le 16 août, était daté du 1^{er} septembre. Le montant nominal était de 250 millions de dollars, émis sous forme de bons-or, 2 ans, à 5 0/0, intérêts payables tous les six mois. Jusqu'au 31 août 1917, le gouvernement anglais avait la faculté de le rembourser, avec un préavis de 30 jours à 101 plus les intérêts accrus. Après cette date, le remboursement pouvait se faire à 100 1/2 plus les intérêts. L'emprunt était remboursable en monnaies or américaines, sans déduction aucune, d'impôts anglais présents et futurs. Il était garanti par des titres déposés à la Farmers'Loan : ces titres, approuvés par la maison Morgan, devaient toujours avoir une valeur actuelle, d'après les cours pratiqués, de 300 millions de dollars. En attendant l'arrivée des titres, des fonds liquides ou des New-York *Stock Exchange collateral* seront déposés. L'emprunt a été souscrit par le syndicat à 98 et offert au public à 99.

Il semble qu'on pensait, à l'époque, que la mobilisation des titres américains par les différents pays avait donné tous ses résultats et que cette source de change n'était pas loin d'être tarie. Il ressortait, cependant, d'une statistique faite par M. L. F. Loree, qu'au 31 juillet 1916, les titres des compagnies américaines de chemins de fer dans les portefeuilles étrangers, avaient une valeur réelle de 1.110 millions de dollars, la valeur nominale étant de 1.416 millions (1).

(1) La valeur au 31 juillet 1913 était de 1751 millions de dollars

On croyait aussi que beaucoup de titres entre les mains des agents de la Trésorerie britannique avaient été empruntés et non achetés, et que bon nombre de détenteurs anglais préféreraient payer la surtaxe que de se séparer de leurs titres. Ces titres, simplement empruntés par la Trésorerie ne pouvaient donc être vendus mais serviront simplement à garantir des emprunts futurs.

— On nous permettra d'arrêter ici, un moment, cet exposé historique, pour examiner la mobilisation des titres par l'Angleterre (1). Nous avons déjà vu qu'en juillet 1915, la Trésorerie demanda à la Banque d'Angleterre d'acheter des titres américains libellés en dollars, et de les vendre à New-York. Ces achats se montèrent à 233 millions de dollars jusqu'à la fin de 1915. Vers la fin de l'année, on soumit aux compagnies d'assurances, aux *trust companies* et au public, un plan de mobilisation, connu sous le nom de *Scheme A*. La Trésorerie offrait d'acheter toute valeur en dollar, approuvée, au prix courant sur le marché de New-York et au change du jour ; en cas d'absence de cours, on fixait le prix à l'amiable. Le vendeur avait la faculté de recevoir le paiement en bons de l'Echiquier, 1920, 5 0/0.

Elle offrait aussi d'emprunter pour deux ans les titres en question. Les revenus de ces titres étaient versés au déposant avec, en plus, 0.50 0/0 de la valeur nominale.

(2223 millions valeur nominale). La valeur nominale le 31 janvier 1915 était de 2704 millions. La valeur réelle, à cette dernière date, ne nous est pas connue à cause de la fermeture du Stock Exchange dont l'ouverture n'aura lieu que le 1^{er} avril 1915.

(1) *Rep. of. the Am. Doll. Sec. Com.* déjà cité.

Les titres, ainsi empruntés, pouvaient être transférés grâce à l'émission de certificats représentatifs. On pouvait libérer les titres déposés en payant la valeur en dollars à New-York; ils pouvaient aussi être vendus, pour le compte du propriétaire; dans les deux cas, on lui faisait tenir, à Londres, la valeur équivalente en livres, au cours du jour. Les achats de titres faits du 1^{er} janvier au 17 mars 1916 se montèrent à 40 1/2 millions de livres. A partir du 24 mars, on commença à emprunter les titres. Du 17 mars au 16 mai, les achats se montèrent à 8 1/2 millions et les dépôts à une valeur nominale de 40.3 millions de dollars. Comme ces chiffres n'étaient pas satisfaisants, la Chambre des Communes vota une surtaxe de 2 shillings par livre sur les titres que la Trésorerie offrait d'acheter ou de prendre en dépôts. Cette mesure eut l'effet voulu. Le 12 août 1916, les achats se montaient à 109.2 millions de livres; les dépôts à 83.6 millions, en tout 192.8 millions de livres.

Le 12 août un nouveau plan est adopté (connu sous le nom de *Scheme B.*) Il ressemblait au premier excepté sur les points suivants : le dépôt était fait pour cinq ans à partir du 31 mars 1917, la Trésorerie ayant la faculté de rendre les titres à leurs propriétaires à partir du 31 mars 1919, après un préavis de 3 mois : la Trésorerie pouvait à tout moment vendre les titres déposés; à la fin de la période du prêt, elle devait rendre des titres similaires, ou en payer la valeur, au moment du dépôt plus 5 0/0 de cette valeur. Le propriétaire avait, cependant, la faculté de demander le prix de vente de ces titres.

A la fin de 1916, les achats se montaient à 118.3 millions de livres et les dépôts à 347.5 millions, en tout

465.8 millions. Le 11 mai 1917, on cessa de recevoir les titres en dépôts, exceptés pour les titres soumis à la surtaxe de 2 shillings. On continua cependant les achats. Entre temps, on avait légiféré et réquisitionné des titres grâce aux pouvoirs accordés par les *Defense of the Realm (Securities) Regulations* N^{os} 7c, 7d, et 7e.

Le *Scheme B*, fut retiré le 1^{er} mars 1918, mais les titres soumis à la surtaxe et qui n'avaient pas fait l'objet de règlements spéciaux de réquisition, pouvaient être empruntés encore pour une période allant jusqu'au 31 mars 1922, aux conditions du *Scheme A*.

En somme au 31 mars 1919 le montant des achats s'élevait à 216.6 millions, et celui des dépôts à 438.3 millions de livres en tout, 644.9 millions de livre.

Tout à fait au début de 1919, on retira la prohibition de vente des titres au dehors sans la permission de l'*American Dollar securities committee* en même qu'on arrêta les opérations d'achats excepté pour les titres réquisitionnés ou déjà en dépôts. En avril de la même année, on renonça à la surtaxe de 2 shillings et on arrêta les opérations d'achats des titres déposés. En même temps, on commença à retourner à leurs propriétaires les titres empruntés. Telles sont les opérations gigantesques accomplies en vue de la mobilisation des titres étrangers et même de quelques titres anglais, dans le portefeuille britannique. On doit regretter que le rapport ne nous dise rien concernant le volume des ventes de ces titres à New-York ou ailleurs (1). Et cependant, c'était

(1) A côté des titres libellés en dollars on a mobilisé des titres libellés en francs, florins, etc., etc.

le point le plus important à connaître. Mais revenons à notre exposé.

Pendant que la mobilisation des titres suivait son cours, les dépenses ne cessaient de croître. Dans la séance du 19 octobre 1916. M. M. Kenna, alors Chancelier de l'Echiquier, dit, aux Communes, à propos de la discussion sur le taux — qu'on jugeait élevé — de 60/0 des bons de l'Echiquier, qu'il fallait trouver journellement 2 millions de livres pour régler les achats faits en Amérique par l'Angleterre et ses alliés.

Aussi bien, le mouvement de l'or reprend en octobre et en novembre. Cet or n'est plus envoyé, seulement pour se procurer des moyens de change, mais surtout pour placer le marché américain dans des conditions d'aisance suffisante pour l'émission de gros emprunts. Ainsi que le remarquait M. J. E. Rovensky (1), de la National Bank of Commerce, lorsque la livre commence à se déprécier et que les taux de l'argent à New-York sont fermes, Londres envoie une certaine quantité d'or. Cet or, ainsi reçu, a deux effets : d'abord, il agit directement sur le cours du change, mais son action indirecte est bien plus importante. Il amène l'aisance sur le marché new-yorkais, aisance favorable à l'émission d'un gros emprunt. Une fois que les fonds obtenus par l'emprunt sont dépensés, on répète l'opération.

C'est aussi l'époque où la question de l'afflux de l'or se pose angoissante non seulement pour les Etats-Unis mais aussi pour tous les pays créanciers (2). L'exemple

(1) *Some effects of the war on International Financial Relations* Com. Fin. Chr. 26 novembre 1916.

(2) Cf. *Economist* du 11 novembre 1916.

de la Suède qui, par une loi votée le 28 février 1916, décide l'arrêt de la frappe de l'or, commence à hanter les esprits en Amérique et ailleurs, un peu partout. Nous aurons à revenir plus tard sur cette question. Qu'il nous suffise, pour le moment, de dire que les nations créditrices étaient peu rassurées sur l'avenir de l'or comme étalon monétaire.

Peu nombreux étaient, alors, ceux qui croyaient que le rétrécissement du champ d'utilisation de l'or et son refoulement dans quelques pays, étaient causes de sa dépréciation. Mais on sentait, vaguement, qu'une partie très importante de la valeur de l'or lui venait de son usage monétaire et on se demandait ce qu'il en adviendrait, si les nations en guerre décidaient la démonétisation du métal.

D'autres craignaient que l'or ainsi reçu ne produise une inflation de crédit considérable ; une fois la paix venue, disait-on, l'or reprendra le chemin de l'Europe, créant ainsi des grandes perturbations dans la situation financière et économique. M. A. C. Miller, du *Federal Reserve Board*, réclamait, déjà, à cette époque, la centralisation des réserves d'or afin que, à la paix, on puisse envisager le problème dans toute son envergure et suivre la politique qu'on aurait décidé d'adopter. On conçoit que, dans ces conditions, les financiers américains aient été très enclins à ouvrir les crédits nécessaires « pour restreindre les demandes étrangères d'or, une fois la paix venue », au dire du correspondant de l'*Economist*, à New-York. Conception étrange, soit dit en passant, car ce n'est point le flot d'or qui suscitera, par lui-même les demandes étrangères, mais bien l'inflation monétaire créée par les crédits ouverts. Il est évident

que si l'inflation continue, en même temps qu'on arrête le flot de métal, la situation n'en sera que plus mauvaise.

Quoi qu'il en soit un emprunt de 300 millions de dollars fut annoncé à la fin du mois d'octobre. Il était daté du 1^{er} novembre 1916 et émis sous forme de bons, 5 0/0, à trois ou cinq ans. Les bons à 3 ans étaient offerts à 99 1/4 et les autres à 98 1/2. Cet emprunt était garanti par un dépôt de titres ayant une valeur réelle de 360 millions et déposés à la Guaranty Trust de New-York. Ces titres pouvaient être retirés et vendus, à condition que le prix de vente puisse servir au retrait de bons, soit par des achats directs sur le marché, soit par voie d'amortissement.

Le syndicat souscrivit les notes à un prix de 1 1/2 0/0 inférieur au prix moyen d'émission. L'emprunt pouvait être remboursé, en tout ou en partie, avec le paiement de 1 0/0 en plus pour chaque année ou fraction d'année restant à courir. La souscription fut très rapide, et tout le monde crût que c'était un succès. Le marché américain semblait rassuré sur les nouveaux arrivages car le *Chronicle* annonçait le 11 novembre, qu'il n'y aurait plus d'envois d'or, avant que les 300 millions de l'emprunt aient été dépensés. Ce qui n'empêchait pas, d'ailleurs, qu'on recommença à parler de nouvelles importations d'or avant le 25 novembre.

On annonça en même temps que la maison Morgan allait offrir sur le marché des bons du Trésor anglais et français. C'est le moment que choisit le *Federal Reserve Board* pour rendre publique son opposition de principe à ces sortes d'opérations. Cette décision souleva de grandes discussions, à l'époque ; elle ne gêna pas beau-

coup les Alliés car l'entrée en guerre des Etats-Unis, trois mois après, mit les vastes ressources du marché américain à leur entière disposition.

Le *Federal Reserve Board* ne partageait pas la croyance générale que de nouvelles importations de métal soient nécessairement une cause de troubles et de dangers pour le marché américain ; le danger n'existerait que dans le cas où le flot d'or resterait sans contrôle, et servirait de base à une expansion indésirable de crédit. Ce résultat pourrait être évité par une collaboration volontaire des banques ; autrement, on pourrait avancer, par voie législative, la date du transfert prévu par le *Federal Reserve Act* au mois de février ou mars 1917, au lieu de novembre de la même année (1). « Le Conseil estime, qu'en ce moment, les banques devraient agir avec beaucoup de prudence en bloquant leurs fonds sous

(1) D'après la section 19 de l'acte (23 décembre 1913), les banques qui sont membres du système seront tenues de déposer toute leur réserve légale soit chez les banques qui sont membres, soit chez les *federal reserve banks*, ou chez les deux à la fois, au choix de la banque. Le 21 juin 1917, un amendement fut voté qui oblige tout membre du système de réserve fédérale de déposer toute sa réserve légale à la banque fédérale de réserve de son district. « Le temps arriva où, dans l'été de 1917, les banques faisant partie du système fédéral de réserve, cessèrent de bloquer leurs réserves légales en les déposant dans les banques des grands marchés financiers pour y être prêtées, au jour le jour, (*on call*) aux spéculateurs sur les bourses des valeurs et de commerce... La concentration de la réserve nationale dans un petit nombre de grands réservoirs permet un emploi beaucoup plus efficace de chaque dollar de réserve, que sous l'ancien système de réserves éparpillées. En conséquence, les besoins de réserve légale furent considérablement réduits. » *E. W. Kemmerer, A. B. C. of the Federal Reserve System*, pp. 35-37.

forme d'obligations à long terme, ou de placements qui ne sont à court terme que dans la forme et qui, soit par contrat, soit par la force même des circonstances, devront être renouvelées jusqu'au retour à une situation normale. » Le Conseil affirme, en outre, que le pouvoir naturel d'absorption de valeurs mobilières par le marché américain doit fournir la mesure des excédents des exportations.

Si donc, des titres sont offerts en plus grandes quantités que le marché n'en peut absorber ; à la suite de quoi, les banques américaines s'engagent dans des ouvertures de crédits qui ne sont à court terme que dans la forme, en attendant des conditions meilleures pour leur transformation définitive en obligations à long terme, une situation grave pour le commerce et l'industrie américains pourrait en résulter (1). D'autant plus, que, déjà, certaines banques et *trust companies* possèdent une quantité considérable d'obligations étrangères et d'acceptations qu'elles se sont engagées de renouveler à leur échéance (2).

Tel était l'avis du *Federal Reserve Board* qu'on attribua alors, aux influences germano-américaines, mais qui n'était, en somme, qu'un conseil de prudence tout à fait justifié. Et le *Board* a agi dans les limites des attributions que lui accorde la loi et nous croyons que c'était son devoir de régulateur du marché de lui crier holà !

(1) Ceci d'autant plus que la forme, abstraction faite des mérites intrinsèques, sous laquelle sont faites les nouvelles émissions convient très bien aux banques. Et c'est bien aux banques que les émissions semblent être destinées.

(2) V. Texte complet de l'avis dans l'*Economist* de Londres, 2 décembre 1916.

Nous ne voudrions pas, cependant, qu'on se méprenne sur le sens de ces paroles ; nous faisons abstraction de toutes considérations autres que le point de vue strictement financier. Il est très possible que de ramener les empires germaniques à la raison valait bien une inflation mondiale, mais c'est là un point de vue différent de celui qui nous occupe. Encore faut-il se demander s'il n'y avait pas d'autres moyens pour y arriver. Quoiqu'il en soit nous retenons comme tout à fait juste la remarque du Board que c'est le pouvoir d'absorption *naturel* du marché par l'épargne, qui doit être la mesure des excédents des exportations de l'Amérique et, on peut ajouter, des autres pays neutres. Les exportations des neutres ont été financées par la création d'un pouvoir artificiel d'achat, aussi bien que les achats des belligérants. Au fond, tout le monde était logé à la même enseigne, plus ou moins ostensiblement, voilà tout. Il ne faut pas chercher ailleurs la raison de ce fait extraordinaire, qu'à part deux ou trois exceptions, le reste de l'univers est actuellement au cours forcé. N'est-il pas extraordinaire de voir que, malgré leurs énormes gains de métal pendant la guerre, des pays comme la Hollande, la Suède ou l'Espagne sont au cours forcé ?

Quoi qu'il en soit de cela, et comme pour montrer que l'initiative qu'il avait prise n'était nullement dirigée contre les Alliés, le Conseil autorisait la *Federal Reserve Bank* de New-York à profiter de la latitude offerte par la section 14 de l'Acte et d'après laquelle une banque fédérale de réserve peut, avec l'autorisation du F. R. Board « ouvrir et maintenir des comptes de banque dans les pays étrangers, nommer des correspondants et établir des agences en vue de faire des opérations d'achats,

ventes et encaissements de lettres de change ayant pour origine des transactions commerciales réelles ». La Banque d'Angleterre — et la Banque de France, deux mois plus tard — devinrent ainsi les agents de la banque de réserve de New-York.

Il semble bien cependant que le résultat immédiat de cet avis en question ait été une hausse vertigineuse du taux de l'argent qui atteint rapidement 15 0/0. Les taux se relâchèrent à la fin de la semaine grâce à l'arrivée d'or provenant du Canada. Il semble bien qu'une des directives principales de la politique du change de l'Angleterre pendant la guerre ait été de maintenir constamment par des mesures diverses, mais surtout par des envois d'or, l'aisance monétaire à New-York. Il est vrai que cette fois, la hausse du taux de l'argent a été tellement violente qu'elle avait produit de grosses ventes de sterling obligeant ainsi les agents de la Trésorerie britannique à intervenir comme acheteurs sur le marché (1).

La fin de 1916 fut marquée par les propositions de paix allemandes qui, bien qu'interprétées par Wall Street comme présageant une fin rapprochée de la guerre, n'eut aucune influence sur les cours du change. Les notes allemandes eurent, peut-être, un résultat indirect ; les banques américaines commencèrent à user de plus de prudence avant de s'engager dans des transactions ayant pour objet plus ou moins directement des ordres de matériel de guerre etc., etc.

Au début de janvier, le mouvement de l'or continua de plus belle. New-York reçut 33 millions de dollars du Canada dans la première semaine de l'année, ce qui

(1) *Com. Fin. Chron.* 9-12, 1916.

était le plus gros envoi connu ; Philadelphie reçut 8 autres millions. La semaine d'après, New-York gagna 25 millions, et l'on remarquait que l'or provenait de Halifax et non d'Ottawa, ce qui faisait conclure à des arrivages directs de France ou d'Angleterre. (1). Cette situation ne laissait pas d'inquiéter le *Federal Reserve Board* qui annonçait au début de janvier (2) que « la situation de réserves, du taux de l'intérêt, et des demandes de prêts confirment le Board dans son opinion que le moment est venu pour que les banques exercent non seulement une prudence clairvoyante, mais aussi une politique adéquate de contrôle sur les dangers que font courir les arrivages continuels d'or en Amérique ».

Malgré toutes ces pertes d'or par l'Angleterre, on y suivait une politique d'escompte contraire à toute attente. On sait que, en temps normal, des pertes inattendues d'or sont suivies, plus ou moins naturellement, par une hausse du taux de l'argent. Or les événements à Lombard Street furent sensationnels dans la première semaine de janvier. Le 1^{er}, on arrêta la vente des bons de l'Echiquier à 6 0/0 et des *War Expenditure Certificates*. Cela indiquait, nettement, qu'il fallait s'attendre à l'émission d'un nouvel emprunt, et, conséquemment, à un retrait de l'offre des bons du Trésor. Il en résulta une accélération de la demande de ces bons, jusqu'à ce qu'on en arrêta la vente, le 4. Une aisance monétaire considérable s'en suivit sur le marché de l'escompte, avec une baisse d'un point. Malgré l'offre de 8 millions

(1) *Com. Fin. Chr.* 13-1, 1917.

(2) *Circ. de Messrs Montagu et Co* du 12 janvier 1917.

de livres de bons français à un an, l'aisance s'exagère au commencement de la semaine d'après, avec le taux de l'argent à 4 0/0. La Banque d'Angleterre prit alors des mesures, qu'on recommandait depuis quelque temps déjà dans la Cité, pour empêcher la baisse ; elle empruntait aux banques écossaises, coloniales, et aux *clearings banks*, le surplus de leurs fonds disponibles à 4 1/2 ou 5 0/0, suivant la longueur du prêt. Cette mesure eut immédiatement son effet, et le taux de l'escompte se maintint aux environs de 5 0/0. Le 13, cependant l'argent est de nouveau abondant et les taux d'escompte sont de nouveau à 4 7/8 0/0. C'est dans ces conditions que le taux officiel est ramené, le 18 janvier, à 5 1/2, de 6 qu'il était depuis le 13 juillet 1916 (1). Cette baisse n'avait aucun lien avec l'émission du gros emprunt londonien, puisque les banques avaient déjà rendu publique leur décision de faire des avances sur le nouvel emprunt à un taux inférieur de 1 0/0 au taux officiel, avec un minimum de 5 0/0, cependant. C'était la déroute des partisans de la *dear money policy*. Peut-être bien qu'on pensait qu'il n'y avait plus de crainte de taux élevés à New-York pour l'avenir comme on l'avait cru en juillet au moment de la hausse du taux à 6 0/0. Mais nous voyons là surtout le résultat de l'établissement du cours forcé en Angleterre et de l'inflation qui en résulta. Sous le régime de l'étalon-or, la hausse

(1) Après l'entrée en guerre des Etats-Unis, et avec l'aisance monétaire qui suivit le gros emprunt, le taux a été encore réduit à 5 0/0 le 5 avril. L'effet de cette réduction fut nul sur le marché, la Banque d'Angleterre n'ayant pas altéré les taux offerts par elle aux autres banques.

du taux de l'escompte, lorsqu'elle est effective, suffit pour rétablir le change et la balance des comptes. Le rétablissement de la balance se fait surtout parce que les capitaux étrangers à court terme vont de préférence vers les marchés sur lesquels les taux sont le plus élevés. Mais nous avons vu que des fluctuations du change viennent, quelquefois enlever tout le bénéfice de l'opération ; or ces fluctuations peuvent être énormes en cas de changes erratiques. Ces opérations deviennent alors essentiellement spéculatives. En outre, la hausse du taux de l'argent est un piètre remède contre la dépréciation du change, lorsqu'on se trouve en présence d'une énorme balance déficitaire d'une part, d'une émission de papier, pour les besoins de l'Etat, d'autre part. La hausse du taux de l'escompte, pour produire ses effets sur le change, doit décourager l'expansion du crédit et créer une certaine tension monétaire à l'intérieur. Or, il ne sert de rien, d'élever le taux de l'escompte, d'un côté, lorsque de l'autre, on inonde le marché de pouvoir d'achat, sous forme de crédits en banque ou de monnaie ; surtout lorsque le principal acheteur de crédit, en l'espèce l'Etat, est décidé à se procurer l'argent nécessaire à n'importe quel taux. Cette politique de *dear money* ne peut guère se concilier avec une politique d'inflation en cours. Elle n'a qu'un résultat c'est de grever fortement les finances de l'Etat. Il en est autrement lorsque, une fois que l'Etat s'est retiré du marché, on se trouve en présence des demandes du public. Il n'est pas douteux que, dans ce cas, un taux élevé peut décourager les demandes, et il y a, peut-être, du vrai dans ce que dit *Tooke*, de la modération de l'émission pendant la période de suspen-

sion de 1797, due, d'après lui, au taux élevé de 5 0/0 (1). Mais, nous ferons remarquer qu'une fois que le mouvement de hausse des prix se dessine, les profits augmentent plus rapidement que le taux de l'argent; il subsistera donc toujours une marge pour payer un intérêt de plus en plus élevé. L'inflation continuera donc malgré la hausse du taux de l'intérêt; elle produira une hausse des prix et des profits, permettra de payer un intérêt encore plus élevé et le processus continuera. Il n'y a qu'un moyen efficace d'arrêter l'inflation et c'est d'arrêter le mal à sa source : limiter l'émission du papier. Dans ce cas, le taux s'élèvera de lui-même.

Pour revenir à notre sujet, nous dirons que la politique nouvelle de l'escompte était logique, du moment que le gouvernement anglais ne voulait pas arrêter l'inflation qui lui permettait de faire face à ses besoins financiers. En même temps qu'on inaugurait cette politique on annonçait un emprunt de 50 millions de livres aux Etats-Unis (2).

(1) *History of Prices*, I. p. 161, cf. *Cannan Paper Pound* pp. 34 et ss. Nous trouvons plus probables cependant les raisons qu'en donne M. *Cannan*. Nous rappelons que l'émission se faisait pour les besoins particuliers et non pour compte de l'Etat.

(2) Cet emprunt de 250 millions de dollars a été émis en bons-or datés du 1^{er} février 1917, portant intérêt à 5 1/2 0/0, payable tous les semestres. 100 millions viendront à échéance le 1^{er} février 1918 et le reste le 1^{er} février 1919. La première tranche est offerte à 99.5 plus intérêt, la seconde à 99.07, plus intérêt. Remboursable en monnaies or américaines, ou au choix du porteur, au taux de 4.8672 dollars par livre. Le porteur a la faculté de conversion en bons 5 1/2 0/0, à 20 ans, remboursables le 1^{er} février 1937, mais pas avant. Les bons primitifs peuvent être remboursés, après un préavis de 30 jours, moyennant le paiement d'une prime de 1 0/0 par an. Garanti par un dépôt de 300 millions de dollars en titres.

Vers la même époque le marché est troublé par la guerre sous-marine à outrance, annoncée et exécutée par l'Allemagne. Au début de février, les exportations américaines sont gênées par les sous-marins et les transactions de change ne se font plus qu'en transferts télégraphiques. En même temps, les Etats-Unis rompent les relations avec l'Allemagne. Il faudrait, peut-être, trouver là, les raisons des anomalies du marché londonien à l'époque. Malgré un crédit considérable à l'actif du marché sur les livres de la Banque d'Angleterre, les emprunteurs ne savaient où s'adresser. Il y avait bien le transfert de fonds nécessité par le gros Emprunt de guerre pour l'expliquer, mais, il y avait aussi le rapatriement des fonds américains placés à Londres, dû à la croyance qu'avec l'entrée des Etats-Unis en guerre, ces fonds trouveraient facilement à s'employer aux Etats-Unis. C'est ce qui explique, en même temps, les ventes de livres contemporaines. Au mois de mars, il y a une amélioration; on s'adapte aux conditions nouvelles créées par la guerre sous-marines. Il y a aussi plus de courriers pour Londres et la demande de change à vue sur Londres se raffermi.

De plus, le *Federal Reserve Board* fait volte-face à sa décision de novembre. La nouvelle note, publiée au début de février, annonce que les remarques de novembre ont été mal interprétées par le public. « Loin de s'opposer au placement d'emprunts étrangers en Amérique, il (le *F. R. Board*) les considère comme un moyen très important, naturel et adéquat, de liquider les balances créées en notre faveur par notre large commerce d'exportation. Il y a des périodes où des prêts semblables devraient être encouragés comme

étant les moyens indispensables au maintien et à la protection de notre commerce extérieur... L'objection soulevée, alors, (28 nov. 1916), était dirigée contre l'emploi indû des fonds des banques en achats d'emprunts étrangers, et non contre les mérites des emprunts étrangers comme placements. Le *Board* était alors, et est encore, d'avis que la « liquidité » de nos banques ne doit pas être gênée par l'emploi, imprudent et inconsidéré, de leurs ressources en opérations de placements... » à long terme.

La situation semblait donc s'éclaircir considérablement du fait de l'entrée en guerre des Etats-Unis. Nous verrons dans le chapitre suivant quels furent les développements de la situation à partir de ce moment.

CHAPITRE III

DE L'ENTRÉE EN GUERRE DES ETATS-UNIS A LA LEVÉE DU CONTROLE DU MARCHÉ DES CHANGES.

SOMMAIRE. — La situation financière était très grave au moment de l'entrée en guerre des Etats-Unis. La balance commerciale de l'Angleterre et des Etats-Unis. La stabilisation de la livre et du franc a eu pour résultat d'entraîner le dollar dans leur chute sur les marchés neutres.

Stabilisation parfaite : la livre et stabilisation incomplète : le franc. Le jeu de l'arbitrage. Les sorties d'or américaines. La stabilisation et la théorie du change, L'embargo américain sur les exportations du métal. (Août 1917, Juin 1919). Durant cette période, l'or cesse de jouer son rôle d'étalon international des valeurs. L'inflation américaine. Les changes alliés sur les marchés suisses pendant toute cette période. Hausse due aux victoires finales de la guerre. Réaction après l'armistice et suppression des interventions régulatrices au commencement de 1919. La livre et le franc. Entrée en jeu de l'arbitrage qui nivelle les cours.

L'entrée en guerre des Etats-Unis n'apporta pas de grands changements dans la situation des changes alliés sur les différentes places neutres. Elle n'apporta pas non plus l'emploi de nouvelles méthodes de stabilisation des changes, on continua à employer les anciens moyens qui avaient donné les résultats que nous connaissons déjà — L'entrée en guerre des Etats-Unis facilita, cependant, considérablement la tâche des

alliés, en transformant la Trésorerie américaine en une sorte de banquier de l'Alliance. Ce rôle avait été joué jusque-là par l'Angleterre, l'Amérique le remplira dorénavant, mais elle le fera de préférence, au moins au début, par l'entremise de l'Angleterre.

Un des attachés à la Trésorerie britannique M. J. M. Keynes qui a rendu, quoi qu'on en ait dit, de signalés services à la cause des alliés, dit dans son ouvrage qui a fait tant de bruit (1) : « Après son entrée en guerre, l'assistance financière des Etats-Unis fut donnée à profusion et sans limites ; sans cette assistance les alliés n'auraient jamais gagné la guerre... » Il ajoute plus bas : « L'histoire financière des six mois, entre la fin de l'été de 1916 et l'entrée en guerre des Etats-Unis en avril 1917, n'est pas encore écrite. Peu de personnes, en dehors de la demi-douzaine de fonctionnaires de la Trésorerie britannique qui vécurent en contact journalier, au milieu des immenses anxiétés, avec les nécessités financières de ces jours, peuvent se rendre complètement compte de la quantité de courage et de fermeté qu'il fallait alors déployer ; et se rendre compte aussi combien la tâche aurait été complètement désespérée sans l'assistance de la Trésorerie des Etats-Unis. Les problèmes financiers, à partir d'avril 1917, sont d'un ordre tout différent de ceux des mois qui ont précédé (2). »

(1) *The Economic Consequences of Peace*, Londres, 1920, p. 255. Il a été publié une édition française de cet ouvrage. M. J. M. Keynes a, de par ses fonctions mêmes, « une connaissance très intime des relations entre les trésoreries anglaise, américaine, et celles des autres alliés ».

(2) *Econ. cons.*, p. 256 en note.

Comme pour les autres périodes nous commencerons par l'examen de la balance commerciale des deux pays. Et d'abord, voyons la balance américaine :

En milliers de dollars

Années	MARCHANDISES		OR		ARGENT	
	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.	Imp.
1917						
2 ^e trimestre ..	1.653.585	841.286	141.826	175.973	19.589	9.351
3 ^e trimestre ..	1.315.921	729.978	146.434	50.168	23.507	14.897
4 ^e trimestre ..	1.629.529	669.671	52.915	9.522	21.697	20.291
1918						
1 ^{er} trimestre ..	1.439.059	683.819	11.640	9.865	26.579	12.415
2 ^e trimestre ..	1.535.167	862.184	9.863	41.259	67.198	17.730
3 ^e trimestre ..	1.585.026	776.550	12.761	6.763	71.575	19.649
4 ^e trimestre ..	1.590.093	708.660	6.806	5.156	87.494	16.586
1919						
1 ^{er} trimestre ..	1.810.792	715.713	10.309	16.539	75.821	20.531

Les exportations *nettes* de marchandises et argent métal se montent à 6873 millions de dollars, pendant la période considérée (soit 15143 millions depuis août 1914) ; l'*exportation nette* à 77 millions (contre une *importation nette* d'or de 1033 millions depuis le début de la guerre) ; laissant ainsi une balance nette favorable aux Etats-Unis de 6950 millions (soit plus de 14 milliards pour la période août 1914, fin mars 1919).

Pour la même période, les importations nettes anglaises sont de 1014 millions de livres (soit 1914. 5 millions depuis le commencement de la guerre ou 9304 mil-

lions de dollars.) (1) Comme les mouvements des métaux précieux ne sont plus publiés à partir du dernier trimestre 1917, il nous est malheureusement impossible de nous faire une idée exacte des exportations de métal pendant la période que nous étudions.

Comme dans la période précédente, les changes des deux principaux alliés — et puis, par la suite, celui de

(1) Les chiffres que donnent les publications du *Board of Trade* pour la période postérieure au mois de juillet de 1917 ne sont pas tout à fait comparables à ceux de la période antérieure. A partir du mois de juillet 1917 les chiffres donnés sont relatifs à tous les articles importés et exportés qu'ils soient la propriété des particuliers ou du gouvernement, exception faite cependant pour les exportations faites aux forces armées au dehors. Avant le mois de juillet 1917, les chiffres des importations ne comprennent pas tous les articles (sauf ceux, servant à l'alimentation) qui, au moment de l'importation, se trouvent être la propriété du gouvernement anglais ou d'un gouvernement allié.

Les chiffres relatifs aux exportations ne comprennent pas les marchandises prises dans les dépôts du gouvernement, et les marchandises achetées par lui et embarquées sur ses propres bateaux. Sont comprises les marchandises achetées par les alliés.

On a publié, cependant, pour la période juillet 1917-décembre 1918, des chiffres supplémentaires qui permettent de rendre comparables les données pour cette dernière période avec la période antérieure. Donc, d'août 1914 à fin 1918, les chiffres que nous donnons sont basés sur le système de computation en usage avant juillet 1917. A partir de 1919, faute de renseignements, nous avons été obligés de donner les chiffres tels quels sans aucun changement.

Nous croyons que le système de computation employé avant juillet 1917 répond mieux au sujet de notre étude. Il semble bien que les règlements des marchandises achetées par le gouvernement anglais au dehors, et, par les gouvernements alliés en Angleterre, n'ont pas été faits par des interventions sur le marché change, mais bien par des crédits qu'ils se faisaient ouvrir spécialement.

l'Italie, continuèrent à être contrôlés sur la place de New-York. On peut dire, cependant, que le contrôle n'était pas aussi efficace pour le franc et la lire que pour la livre.

En se reportant au graphique VIII, on verra, par exemple, que la valeur de la livre par rapport au franc fluctue dans des proportions appréciables. Et, cependant, ceci contraste vivement avec la fixité des cours de la livre tels qu'ils sont cotés à Paris. Cela vient de ce que la Banque de France, le grand régulateur du marché, donna ordre à son courtier, au début de juillet 1915 de ne vendre que sous condition de justification des besoins commerciaux (1).

De même, M. Ribot, dans une réponse à M. Aimond, annonce qu'il y a eu une réunion de banquiers, à la suite de laquelle il a été décidé de ne pas procéder à une mobilisation du change, et de n'en fournir qu'à ceux qui justifieraient « de causes légitimes, c'est-à-dire à ceux qui auraient des traites commerciales à payer et qui ne feraient pas de placement à l'étranger, ni de spéculation. » Seulement, les gens vont acheter, en Angleterre le change qu'ils ne trouvent pas à Paris et le résultat est plus grave. « Depuis plusieurs mois, le gouvernement ne pèse pas sur le change en n'empruntant rien au marché du change. Il a ses propres disponibilités ; il en use ; elles sont assurées pour de longs mois (2). » C'est en avril-mai 1916 que le franc français commence à se stabiliser par rapport à la livre. Mais on applique toujours les mêmes principes. Au moment de la hausse de l'escompte en juillet 1916, à Londres, certains courtiers français ont essayé d'en profiter en

(1) *Econ. Europ.* 9 juillet 1915.

(2) *Econ. Europ.* 13 août 1915.

vendant du change à 3 et 6 mois ; on a déjoué leurs tentatives en offrant du change aux mêmes échéances à un cours qui ne laissait aucune marge de profit à la spéculation sur la différence d'intérêt des deux places (1). Malgré cela, cependant, on annonçait la semaine d'après que « des prix plus élevés ont été payés hors bourse, pour des transactions dont les auteurs ne pouvaient ou ne voulaient justifier de l'emploi à des règlements commerciaux » (2) et le chroniqueur se demandait si les règlements en question n'étaient pas faits à l'occasion de transports de capitaux à Londres (3).

Rien de tel, cependant, pour la livre sterling dont la stabilisation est parfaite. Même les quelques ruptures qui ont eu lieu, par exemple en novembre 1916, ne sont que toutes momentanées.

Les fonds permettant le contrôle sont maintenant fournis aux alliés par le gouvernement américain qui s'interpose entre eux et le marché. Mais sur les autres marchés neutres, les devises alliées étaient laissées à elles-mêmes, ou n'étaient l'objet que d'interventions intermittentes, sous forme de négociations de crédits bancaires ou d'émission d'emprunts à long terme. Ces devises qui étaient ainsi stabilisées par rapport au dollar, devaient entraîner celui-ci dans leur baisse sur les marchés neutres, si les Etats-Unis ne parvenaient pas à maintenir leur dollar aux environs du pair, par des

(1) *Ibid.* 28 juillet 1916.

(2) *Econ. Europ.* 4 août 1916.

(3) Cf. *Ibid.*, 11 et 18 août. Le 25 août, cependant la Banque d'Angleterre commence à intervenir aussi à Londres.

exportations de métal ou des ouvertures de crédit. L'arbitrage, en effet, malgré toutes les difficultés rencontrées, finissait toujours par jouer. Déjà au milieu de 1916, on lisait dans l'*Economiste Européen* (1). « *Ces deux cours (la livre et le dollar dans leurs relations avec le franc), se commandent réciproquement et ils sont eux-mêmes commandés, dans une certaine mesure, par le reste de la cote et par les cours pratiqués sur les autres places.* Sans doute, l'arbitrage ne peut pas exercer, en ce moment sa fonction niveleuse avec la même rapidité et le même profit qu'en temps normal... Mais dès qu'il se produit des disparités laissant une marge de profits à peu près certaine, il entre en jeu... Il n'y a pas de cloisons étanches permettant d'isoler l'un quelconque des compartiments du marché des changes sur une même place ou une place quelconque sur le marché mondial ; *il existe entre tous les compartiments et entre toutes les places, une solidarité qui finit toujours par s'affirmer soit directement, soit indirectement...* »

Telle est, croyons-nous, la raison qui fait que la livre et le franc ont entraîné dans leur baisse le dollar sur les marchés neutres. Cette baisse du dollar sur les marchés neutres n'est, d'ailleurs, pas spéciale à l'époque que nous examinons.

Elle date presque du début du contrôle de la livre et même d'avant. Cela n'est d'ailleurs pas pour nous étonner. Le marché de la livre était déjà manipulé à moitié bien avant le contrôle officiel. Si, par exemple, nous examinons la graphique, paru dans le *Federal*

(1) Numéro du 14 juillet.

Reserve Bulletin (1), nous verrons qu'à la fin de 1915, Valparaiso, Madrid et Buenos-Aires sont dépréciées par rapport au dollar; au mois de mars 1916, Valparaiso seule est dépréciée; les autres devises sont cotées au pair, (Madrid et Buenos-Aires) ou font prime sur ce dernier, Amsterdam (6 0/0), Zurich, Stockholm (8 0/0), enfin Yokohama (à 0,50 0/0). Au mois de juillet 1918, toutes les devises font prime sur le dollar; Buenos-Aires (10 0/0), Copenhague (16 0/0), Amsterdam (30 0/0), Zurich (32 0/0), Stockholm (34 0/0), Madrid (40 0/0) et Valparaiso (76 0/0).

Et ce ne sont pas là les plus hauts points touchés. Valparaiso a fait 78 0/0 de prime en Juin 1918, Madrid, 54 en avril de la même année, Stockholm 70, en novembre 1917, Copenhague 44 0/0 à la même époque, Amsterdam 14 0/0 un mois auparavant (et aussi en janvier 1916), Zurich 22 0/0 en décembre 1917, enfin Buenos-Aires avec 12 0/0 à la même époque.

Si maintenant, on se reporte à notre graphique qui donne la valeur de la livre sterling sur différentes places, on verra que les maxima se correspondent, de même que les niveaux touchés par les différentes devises, ce qui montre bien que l'arbitrage se faisait, en fin de compte, et se faisait aux dépens du dollar.

C'est bien aussi l'avis de l'auteur de la circulaire de la *Société de Banque suisse* (2) qui écrit: « Le dollar des Etats-Unis qui a fait, en 1915, jusqu'à 6 0/0 de prime

(1) Sept. I, 1918, p. 843 et reproduit dans *B. M. Anderson op. cit.* p. 160. Ces graphiques ont été continués dans les numéros de janvier et de novembre 1920, du *Federal Reserve Bulletin*, pp. 49 et ss., et pp. 1158 et ss.

(2) *Bulletin mensuel* n° 8, août 1917.

et qui était encore au pair au début de mai 1917, subit actuellement, en Suisse, une perte dépassant 11 1/2 0/0... » Cette dépréciation n'est pas due à une balance des comptes défavorable (1), ni à un manque de confiance des détenteurs neutres d'avoires américains, mais bien « aux arrangements financiers qui sont intervenus entre les Etats-Unis et leurs alliés... »

Il semble bien qu'on ait cru pouvoir, malgré cette situation délicate pour le change américain, maintenir le dollar dans des limites raisonnables, en ne touchant pas à la liberté d'exportation de l'or. Et, en effet, en mai l'or continue à affluer de Grande-Bretagne. En juin, cependant, la situation se retourne et des sorties considérables ont lieu à destination du Japon. On s'émeut, et on commence à se demander si, pour décourager ces mouvements, on ne devrait pas cesser l'échangeabilité des certificats-or, dans les sous-trésoreries (à San Francisco, par exemple), la loi n'exigeant la convertibilité qu'à la Trésorerie à Washington. Ce mouvement de métal était officiellement attribué à Tokio au fait que les balances dues par l'Angleterre et la France au Japon étaient liquidées par l'entremise de New-York (2), ce qui confirme bien notre thèse.

Ces sorties d'or étaient d'autant plus inquiétantes qu'elles se dessinaient au moment même où une assise solide de métal était, de plus en plus indispensable pour soutenir l'énorme édifice de crédit que l'interven-

(1) Il faut s'entendre, cependant ; en stabilisant le change anglais et français, et en laissant libre jeu à l'arbitrage, l'Amérique a pour ainsi dire, pris à son compte, les balances défavorables anglaises et françaises et plus tard italienne.

(2) *Com. Fin. Chr.*, 16 juin 1917.

tion dans la guerre aux côtés des alliés, ne manquerait pas d'élever. Malgré les arrivages continus de métal de Grande-Bretagne, ou les transferts de métal aux agences du *Federal Reserve Banks* à l'étranger, la baisse continue du dollar sur les marchés étrangers, devait amener le gouvernement de Washington à prendre les mesures de défense adéquate. La *National City Bank* de New-York (1), faisait remarquer dans sa circulaire de septembre 1917, que la livre étant stabilisée à New-York avec 2 0/0 de perte sur le dollar et ne l'étant pas sur les autres marchés, il arrive que « les courtiers de change à Madrid, Yokohama et, ailleurs, ont vendu du sterling à New-York non seulement pour liquider les dettes que ces marchés pourraient avoir vis-à-vis de ce (l'Amérique) pays etc... *N'importe quelles restrictions que Londres peut édicter concernant les exportations de l'or est déjouée en vendant du sterling à New-York et en y puisant de l'or.* » Et la circulaire d'ajouter : « Bien plus, les principales institutions de banques dans ce pays ont, pour des raisons d'intérêt général, refusé de participer dans des opérations d'exportation d'or. Malgré le bénéfice appréciable qu'il y aurait à entreprendre de telles opérations, elles ont pensé qu'il était de l'intérêt public de décourager, actuellement, les exportations de métal, et d'arriver par d'autres moyens, à liquider les balances internationales. » Ceci n'était pas fait du tout pour maintenir les cours du dollar dans les limites des points d'or, et la livre entraîna, de plus en plus, le dollar dans sa chute.

Mais il ne faudrait pas s'imaginer qu'à cause de cela,

(1) *Ibid.*, 8 sept. 1917.

l'entrée en guerre des Etats-Unis a posé un problème nouveau. Le problème de la baisse du dollar s'est posé du jour où le gouvernement anglais a pris des mesures efficaces pour arrêter la baisse du sterling à New-York. Dès ce jour, le marché américain devenait le marché sur lequel il était avantageux de vendre du sterling, toutes les fois que la dépréciation sur un troisième marché dépassait 20/0. Il pouvait en résulter deux alternatives : ou bien l'Amérique parvenait à maintenir son change sur les places neutres, par des envois d'or effectifs ou des ouvertures de crédit, et la livre se trouvait comme suspendue, *pegged* au dollar ; dans ce cas, les fluctuations de la livre se trouveront limitées par les points d'or de dollar, plus la prime du dollar sur la livre. (1) Le cours du dollar, sur la place neutre, ne sera pas gouverné seulement par la balance des comptes de l'Amérique, *mais par sa balance des comptes plus celle de l'Angleterre* et des quelques autres pays à change stabilisé par rapport au dollar.

Si, par contre, l'Amérique renonçait à maintenir sa devise dans les limites du point d'or, si, en conséquence, elle renonçait à l'étalon-or, les deux devises iront, en quelque sorte, à la dérive et leurs fluctuations seront gouvernées par les facteurs dont dépend la valeur du papier. Mais pourrait-on se demander de quel papier monnaie, l'anglais ou l'américain ?

Il est assez malaisé de donner une réponse précise à la question. Nous avons eu l'occasion de montrer que le cours du change est, pour les périodes d'équilibre, l'expression du rapport du niveau des prix — ou de la parité des pouvoirs d'achat — dans les deux pays. Nous avons vu, aussi, que le dénivèlement du change ne se

produit pas d'un seul coup mais, petit à petit, par saccades, au moyen de ruptures d'équilibre dans la balance des comptes. D'après cela, il est clair que si on empêche le facteur de la balance des comptes de remplir son rôle dynamique, en offrant, quel que soit l'état de la balance et du niveau des prix à l'intérieur, du change à un prix fixe, on arrête le fonctionnement du mécanisme et le change ne sera plus l'expression de la parité entre les pouvoirs d'achat. La stabilisation ne vient donc pas contredire la thèse que nous avons soutenue ici. (1)

Mais, il nous faut aller plus loin pour répondre à la question que nous nous posons tout à l'heure. Grâce donc à la stabilisation, le change anglais ne sera plus l'expression de la parité des pouvoirs d'achat entre les deux pays. Les achats anglais en Amérique s'en trouveront encouragés, (2) sans qu'il s'en suive une dépréciation quelconque du change.

Il en résultera plutôt une hausse des prix aux Etats-

(1) Cf. A. C. Pigou. *Some Problems of Foreign Exchanges*. *Econ. Journ.* Déc. 1920, pp. 460 et ss. Nous regrettons de n'en avoir eu connaissance qu'une fois que ces lignes étaient écrites. Il jette beaucoup de clarté dans le sombre dédale des relations entre les pouvoirs d'achat et le change.

(2) C'est pourquoi, entre parenthèses, la politique de stabilisation du change doit logiquement être accompagnée d'une politique connexe de restriction des importations. Le gouvernement anglais était, donc, dans son tort lorsqu'il donnait comme raison du refus de renouvellement des crédits à la France en mars 1919, la politique de restrictions des importations en France. Mais peut-être bien que ce n'était pas là la raison réelle ni du refus des crédits par l'Angleterre, ni de la restriction des importations par la France.

Unis. D'autre part, les achats dans les autres pays auront tendance à amener le change à la parité des pouvoirs d'achat ; cette tendance sera mise en échec par la stabilisation à New-York, le dollar soutenant, pour ainsi dire, la livre. Le résultat sera, ici aussi, que le change même sur un pays neutre ne sera pas l'expression des parités des pouvoirs d'achat, et les achats chez les neutres s'en trouveront facilités d'autant. Voilà pour l'action du dollar sur la livre. Voyons maintenant l'autre face du problème ; l'action de la livre sur le dollar. Elle se présente de la façon suivante : d'une part, l'Amérique se voit obligée de subvenir non seulement à ses propres besoins de change, mais, aussi, à ceux de l'Angleterre ; d'autre part, elle met un embargo sur l'exportation du métal. Son change aura donc tendance à se déprécier dans une mesure plus grande que celle commandée par le rapport entre les pouvoirs d'achat américain et celui du pays neutre envisagé. Et cette tendance subsistera tant que les prix américains ne se seront pas assez élevés pour atténuer les achats anglais en Amérique ou que le change américain sur les neutres ne sera pas assez dépréciée pour décourager ces achats chez les neutres. Un double résultat comme celui-ci ne peut être obtenu que par une inflation monétaire aux Etats-Unis. Ici, nous touchons au nœud du problème et nous voyons le danger d'inflation que la stabilisation fait courir au pays sur le marché duquel se financent les opérations du contrôle. Nous pensons que, sans l'inflation américaine, le contrôle de la livre n'aurait pu être continué pendant un temps aussi prolongé ; ou alors, le contrôle aurait eu pour

résultat, en définitive, de faire naître cette même inflation. (1)

Ainsi donc si le dollar attire à lui la livre, la livre n'est pas sans exercer sur lui une action de même nature, mais de sens contraire. A quel point, entre les limites imposées par les parités américaine et anglaise par rapport au pays neutre, se fera l'équilibre ? C'est ce que rien ne nous permet de fixer. Le problème est indéterminé. Cette analyse, que nous nous excusons d'avoir faite si longue et si abstraite nous permettra du moins d'affirmer avec certitude que, dans tous les cas, là où il y a deux devises stabilisées l'une par rapport à l'autre, on n'est pas en présence de deux systèmes monétaires distincts, mais d'un seul système de forces agissant en conjonction, d'un tout indivisible. Il est futile, dans ces conditions, d'expliquer les fluctuations d'une des deux devises, par des considérations statistiques qui lui sont propres ; on peut même aller, plus loin, et dire que dans la mesure où le problème est indéterminé, toute étude statistique est incomplète et sujette à caution.

(1) La stabilisation des devises a été, du point de vue *purement* financier une opération malheureuse, et de ce point de vue aussi, la cessation des contrôles, au début de 1949, peut être considérée comme le premier pas, dans la bonne direction, vers la restauration du système monétaire mondial et de celui de chaque pays en particulier. Si l'Amérique n'avait cessé ses avances aux autres pays, elle n'aurait jamais pu revenir à l'étalon-or. Elle aurait été obligée de continuer à suivre une politique d'inflation comme tout le monde. Ce qu'aurait été le résultat d'une telle action, pour l'univers entier, nous n'entreprendrons pas de le deviner. Peut-être à une complète dislocation du système monétaire international, à la suite de laquelle on serait revenu de nouveau à l'étalon-or ou à un autre étalon.

Quoi qu'il en soit, les Etats-Unis, dès que le dollar entraîné par autres devises alliées commença à subir une chute sensationnelle en juillet et en août 1917, prirent la résolution de se garantir contre la fuite du métal précieux. Et cette garantie consiste généralement dans l'embargo sur l'or.

Le 27 août fut déclaré l'embargo non seulement sur l'exportation de l'or, mais sur toutes les formes de créances : (*coin, bullion, currency and evidence of indebtedness*). Tout d'abord, il ne s'appliquait que pour les exportations aux pays ennemis et aux neutres européens. Mais le 7 septembre, on l'étendit à l'univers entier. Des autorisations d'exportation pouvaient être, cependant, octroyées par le *Federal Reserve Board* mais seulement dans les cas où, à son avis, l'exportation demandée est conforme à l'intérêt général. En vertu de ces pouvoirs, le *Board* annonçait le 21 septembre 1917, que l'exportation ne sera permise que s'il est prouvé qu'elle est directement et nettement liée à une importation correspondante de marchandises, destinées à être consommées aux Etats-Unis. Mais, même dans ce cas, l'exportation ne sera permise, ajoutait-on, que si elle était conforme aux intérêts généraux du pays. De même, on demandait aux banques de ne pas « réserver » (*earmark*) d'or pour compte étranger.

L'embargo américain, suivi peu après par l'embargo japonais, tout en enlevant aux devises alliées un facteur de stabilisation relative, créait une situation monétaire mondiale exceptionnelle et inconnue jusqu'alors. Le monde entier si nous ne nous trompons, en tous cas, tous les grands centres financiers, ceux

qui comptent sur le marché mondial, aussi bien ceux qui servaient avant la guerre, comme ceux qui servaient, depuis, de *clearing-house* aux transactions entre les autres pays, avaient renoncé à l'étalon-or. Les devises des divers pays étaient dissociées de ce qui avait été été jusque-là leur substratum, l'or ; ce dernier cessait de remplir son rôle de monnaie internationale du moment qu'il était impossible de le déplacer d'un pays à un autre. On conçoit dans ces conditions les difficultés que présente l'étude des changes pendant toute cette époque. Et cet état de choses dura jusqu'au 7 juin 1919, à la levée de l'embargo américain sur l'or.

Cette situation, a une certaine importance au point de vue de la théorie générale du papier-monnaie. Nous avons eu l'occasion de parler de la théorie qui veut que, même sous le régime du cours forcé, c'est l'or qui reste l'étalon des valeurs et que le papier est évalué directement par le public d'après la confiance qu'il aurait dans un retour plus ou moins prochain au régime de convertibilité. Elle s'applique très bien à un régime de cours forcé avec liberté de mouvements des métaux précieux. Elle s'applique aussi, avec plus de difficultés, lorsque le mouvement des métaux précieux est gêné soit à l'importation soit à l'exportation. Dans ce cas on pourrait se demander laquelle des deux primes sur l'or, celle qui est indiquée par le cours du change sur un pays à étalon-or ou celle qui est cotée à l'intérieur et qui représente la *valeur industrielle* du métal, mesure cette confiance du public ?

Evidemment, la première. Mais alors, que penser du cas où il n'y aurait pas de pays ayant conservé l'étalon-or, au sens strict du mot ? Les différents pays seront

fermés, alors, les uns aux autres au point de vue monétaire; les cours du change indiqueront bien la valeur d'une monnaie par rapport à une autre, mais sans aucune indication de leur valeur commune par rapport à une troisième marchandise, qui serait l'étalon. Mais revenons à notre étude historique.

Cette période est caractérisée, ainsi que nous l'avons déjà remarqué, par les avances directes de l'Administration américaine aux gouvernements alliés. Ces crédits atteignirent des chiffres considérables. Vers la fin de 1917, les crédits ouverts aux alliés s'élevaient à plus de deux milliards dollars. Le 11 avril 1918, près d'un an après l'entrée en guerre des Etats-Unis ces crédits s'élèvent à plus de cinq milliards de dollars. En voici la répartition entre les différentes contrées, en millions de dollars (1).

	Crédit ouvert	Sommes employées
Belgique.	104.6	88.4
Cuba	15.0	5.0
France	1.565.0	1.480.0
Grande-Bretagne	2.720.0	2.580.0
Italie	550.0	490.0
Russie	325.0	187.7
Serbie	6.0	4.2
	5.835.3	4.835.3

A côté de ces crédits, le gouvernement anglais, et aussi le gouvernement français, s'en font ouvrir d'autres

(1) Ces crédits furent ouverts tout d'abord au taux que payait le gouvernement américain pour ses emprunts (act 24 avril 1917). Par la suite, ils le furent à des taux fixés de temps à autre par le Secrétaire du Trésor (act 24 sept. 1917). Ces taux furent de 3 et 3 1/2 0/0 avant cette dernière date : par la suite, ils furent portés à 4 1/4 et à 5 0/0 à partir de mars 1918.

par le marché. Ainsi, par exemple, la maison Morgan offre toutes les semaines depuis août 1917, des bons du Trésor à 3 mois, anglais et français à un taux dépendant du taux courant sur le marché. Le but de cette émission était, disait-on, de faire face aux crédits bancaires qui venaient à échéance, les crédits ouverts par le gouvernement américain devant servir exclusivement à l'achat de marchandises aux Etats-Unis.

Tous ces crédits, et ceux que le gouvernement américain se faisait ouvrir pour ses propres besoins, n'allaient pas comme bien on pense, sans une certaine inflation, inquiétante pour les uns, bienfaisante pour les autres. *M. Ch. Sabin*, écrivait, par exemple au début de 1918, dans le *Guaranty News*. « On a créé une certaine agitation contre la soi-disant inflation de crédit, et on peut franchement admettre qu'elle ne serait pas à souhaiter si, d'autre part, elle ne se trouvait être indispensable dans les circonstances actuelles. L'histoire de toutes les guerres, a démontré que les charges qui en résultent ne peuvent être supportées sans une certaine inflation du crédit ou de la circulation. L'histoire a aussi prouvé que les résultats de cette inflation n'ont pas été désastreux, quoique douloureux dans certains cas. La guerre sans inflation est aussi inconcevable que la guerre sans douleurs. L'expérience des nations a montré que l'élévation des prix résultant de l'expansion stimule l'industrie. Les nécessités des finances gouvernementales autant que les besoins industriels accrus exigent une expansion du crédit. » Voilà donc ce qu'on répondait généralement à ceux qui, comme *M. le Prof. Sprague*, prétendaient qu'une guerre devait être complètement financée par l'impôt, l'emprunt

étant toujours accompagné d'une inflation. Malgré les fortes recettes dues à l'impôt, l'Amérique a recouru, dans la période qui nous occupe, quatre fois à l'emprunt, qui lui a rapporté en tout près de 17 milliards de dollars. C'étaient de véritables emprunts de consolidation, car les revenus qu'on en tirait étaient déjà dépensés au moment de l'émission de l'emprunt. Aux avances que les Banques faisaient sur ces emprunts viennent s'ajouter celles qu'elles faisaient sur les bons de la *War Finance Corporation*. Il en résultait donc une inflation de crédit analogue à celle qui se produisait sur le marché de Londres depuis le début de la guerre.

Il n'est donc pas étonnant dans ces conditions, de voir que depuis l'entrée en guerre des Etats-Unis l'allure générale du dollar — et, par conséquent des autres devises alliées — sur les marchés neutres est nettement orientée vers la baisse, à part une ou deux réactions, (août-septembre 1917 et janvier 1918.) (1). Après la plus grande baisse, il y a une courte période de stabilité relative; puis, on assiste à un mouvement d'ascension qui culmine au moment de l'armistice, en novembre 1918. A cette époque, en prenant le pair égal à 100, la livre vaut par rapport au dollar 96.76, le franc, 96.11, la lire 81.61, le milreis 83.2; les autres devises font prime; le yen vaut par rapport au dollar 109.8; le florin, 105.10; la couronne suédoise 108.2; le franc suisse 105.2; la peseta 107.2; le dollar argentin 106.60 et enfin le peso, 135.69.

Cette hausse sensationnelle, dûe aux victoires finales

(1) Sur le marché suisse. Cf. les graphiques de la *Société de Banque suisse* et celui de la *Situation Econ. et Fin.* du 7 fév. 1920.

de la guerre fut suivie par une réaction, et la fin de 1918 est caractérisée par une baisse assez nette des devises alliées.

L'année 1919, commença dans de bonnes conditions, que les événements devaient démentir par la suite. L'arrêt de la baisse dessinée après l'armistice eut lieu, mais il fut de courte durée. Malgré qu'on ait parlé (1), à la fin de 1918, d'un voyage de *Sir E. Holden* aux Etat-Unis dans le but d'engager des négociations en vue de continuer la stabilisation du change anglais, le contrôle fut soudainement arrêté le 20 mars. Ce jour-là, en effet, la maison Morgan annonça qu'elle était avisée de Londres d'avoir à cesser ses achats de sterling. Quelque temps auparavant, les banquiers américains étaient frappés de la disparité des cours cotés à Londres et à New-York. Le dollar fut coté jusqu'à 4.67 à Londres, alors que le cours américain était toujours 4.76. Cette disparité disparut du jour où l'on rendit au marché de la livre sa liberté. (2)

A cette occasion, on donna quelques chiffres intéressants sur les vastes opérations conduites par la maison Morgan depuis le contrôle. On estime ses achats de change à 3 ou 4 milliards de dollars ; ses achats se montèrent souvent, en 1916 et 1917, à 20 millions de dollars par jour. (3)

La stabilisation du change anglais en Amérique rendait peu profitable l'exportation de l'or d'Angleterre. La réserve métallique de la Banque était suffisamment protégée par le simple appel au patriotisme du public.

(1) *Com. Fin. Chr.*, 14, 12, 18.

(2) *Ibid.* 22, 3, 19.

(3) *Ibid.* 29, 3, 1919.

Avec la suppression du contrôle, et la baisse de la livre, qui ne vaut plus à la fin de mars que 4.59, il a fallu prendre des mesures plus énergiques. Un ordre en Conseil vint donc le 29 mars, prohiber l'exportation de l'or de la Grande-Bretagne. La prohibition n'est pas absolue ; des permis d'exportations peuvent être accordés par le gouvernement. Et comme pour compenser cette politique, le gouvernement américain leva l'embargo sur l'or, le 7 juin, levée aussitôt suivie d'ailleurs par une exportation de 11 millions de dollars, pour l'Amérique du Sud et spécialement pour l'Argentine.

La levée du contrôle de la livre avait été précédée de quelques jours par l'abandon du franc à lui-même. Dès le commencement de mars, une certaine anxiété régnait sur le marché parisien relativement à l'avenir des cours du dollar et de la livre. On se demandait si l'assistance offerte par le Trésor au marché, depuis de longs mois, par l'intermédiaire de la Banque de France, pourrait continuer longtemps. « Si on était obligé de la restreindre, lit-on dans l'*Economiste Européen* (1), il se pourrait que les acheteurs talonnés par l'échéance, montrassent quelque nervosité : C'est là le revers de la médaille, l'inconvénient d'une trop grande et trop longue fixité dans les cours. Les nerfs du commerce d'importation et des intermédiaires chargés de lui fournir ses approvisionnements de change sur Londres et sur New-York principalement, n'ont plus qu'une souplesse très réduite par une longue habitude de la stabilisation. »

En même temps que cette anxiété régnait, la dispa-

(1) 7 mars 1919.

rité entre les cours du marché officiel et du marché libre, s'accroissait. Enfin le 14 mars, les écluses furent ouvertes : le Trésor annonça que, n'ayant plus à sa disposition des crédits en livres que lui ouvrait le Trésor anglais, il se voyait obligé de retirer son concours au marché. Ce mouvement de libération des marchés du change se termina par la levée du contrôle sur la lire annoncée par le *Federal Reserve Board* au début d'avril. On se demandera peut-être quelle a été l'action immédiate de ces retraits de contrôle sur la cote du change. Le résultat fut le même partout ; il nous suffira donc de mettre sous les yeux du lecteur ce qui s'est passé en France. Aussitôt la levée du contrôle, la livre hausse considérablement, puis l'arbitrage se met de la partie et fait son œuvre de nivellement : les devises neutres haussent de quelques centimes, le dollar de plusieurs points et la livre se trouve ramenée à un niveau plus bas. « Il est intéressant de remarquer, lisait-on dans l'*Economiste Européen* (1), que cette brusque suppression des interventions régulatrices sur les changes n'a pas eu les effets qu'on avait pu craindre tout d'abord. Grâce aux arbitrages, le marché a retrouvé assez vite un équilibre relatif et les cours se sont maintenus dans des limites raisonnables... Mais les arbitrages... n'ont pas créé du change ; ils ont simplement modifié la répartition de nos créances et dettes extérieures. Aussi l'examen de la cote nous montre-t-il que le ralentissement de la hausse de la livre et du dollar a été payé d'une reprise parfois assez marquée des devises

(1) 4-4-19.

neutres. » Mais il ne s'agissait là que d'un mouvement de courte durée. Nous verrons, dans le chapitre suivant, quelles furent, *à la longue*, les suites de la suppression de ces interventions régulatrices.

CHAPITRE IV

LES CHANGES DEPUIS LE RETRAIT DES INTERVENTIONS RÉGULATRICES

SOMMAIRE. — La balance commerciale des Etats-Unis et de l'Angleterre. La valeur de la livre par rapport au dollar et par rapport à quelques autres devises neutres. L'arbitrage pendant cette période comparé à l'arbitrage durant la guerre. Les différentes devises qui avaient tendance au moment de l'armistice, à se conformer à un même étalon se dissocient de nouveau. Les neutres européens et l'embargo sur l'or. L'inflation qui s'en suivit. Les devises des différents pays sont fortement dépréciées par rapport au dollar qui seul avec le yen, sont restés fideles à l'étalon-or. Danger d'une telle situation pour l'Amérique.

Ceux qui croyaient, et ils étaient légion, que la stabilisation des changes alliés (certains affirmaient même leur retour à la parité or) était permanente, ont dû être bien déçus en voyant la chute, presque verticale de ces devises dans le cours des années 1919 et 1920 (1).

(1) M. Alfassa. *Les Changes Interalliés*. — I. *Le Rétablissement de la Parité or*. — II. *Les deux grandes stabilisations des changes interalliés*. — III. *Les diverses méthodes du règlement de la balance des comptes*. — IV. *Le Fait du Prince*. Nouvelle Revue. 15 octobre, 1^{re} et 15 novembre, 15 décembre 1918. On trouvera une vue beaucoup plus exacte de la situation dans L. Polier. *La stabilisation des changes et ses limites*. Europe Nouvelle, 1918 n° 33.

Un simple coup d'œil sur nos graphiques montrera que non seulement le retour à la parité or, comme on se plaisait à l'appeler, ne fut pas permanent, mais que, bien au contraire, il fit place à une dépréciation rapide de ces devises. Les lois économiques qu'on se plaisait à narguer, prenaient leur revanche d'une façon éclatante, un peu trop à notre gré. Mais avant d'aborder l'étude de leurs fluctuations durant cette période, examinons quel a été l'état de la balance des comptes de l'Angleterre et des Etats-Unis.

Pour les Etats-Unis la balance a continué à être aussi favorable.

En milliers de dollars

Dates	MARCHANDISES		OR		ARGENT	
	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.	Import.
1919						
2 ^e trimestre..	2.247.146	894.798	86.699	33.906	66.283	22.059
3 ^e »	1.809.956	1.086.489	128.912	5.808	34.999	21.394
4 ^e »	2.053.422	1.207.379	142.264	20.281	61.917	25.427
1920 (1)	6.832.300	4.692.700	264.760(2)	238.715(2)	75.211(2)	100.128(2)

Ainsi donc, les exportations *nettes* de marchandises et de métal-argent s'élèvent durant cette période à 5.130. 9 millions de dollars (soit 20.273 millions depuis août 1914) les *exportations nettes* d'or se montent à

(1) Les dix premiers mois.

(2) Du 1^{er} janv. au 10 octobre.

323.9 millions (une importation nette de 709 (1) millions depuis août 1914), laissant une balance commerciale favorable de 4.806.9 millions (soit 18.8 milliards depuis la guerre).

Pendant la même période, les importations nettes de marchandises en Angleterre ont été de 829 millions de livres, (soit 2.743.5 millions de livres ou 13.333.4 millions de dollars depuis le début de la guerre) (2).

Voyons maintenant quelle marche suivit la dépréciation durant cette période. Les graphiques I, VII et VIII, qu'on trouvera en appendice, nous permettront de nous en faire une idée.

On trouvera sur le graphique I deux courbes, dont l'une représente les moyennes mensuelles des cours journaliers du *cable transfer* à New-York, et l'autre, la moyenne des cours de fin de mois de la livre sur cinq places dont New-York. Dans les deux cas, le pair est pris égal à 100. On verra, par exemple, que la livre a subi une chute vertigineuse par rapport au

(1) Il y a une assez grosse différence, de plus de 40 millions de dollars, entre le chiffre auquel nous arrivons et celui que donne le *Federal Reserve Board* dans son Bulletin. Naturellement les chiffres donnés par le *Federal Reserve Board* sont plus exacts ; les nôtres sont pris dans les journaux financiers, notamment dans le *Com. Fin. Chro.*, au fur et à mesure de leur publication. Il sont souvent corrigés par la suite et les corrections ont pu nous échapper. La situation en ce qui concerne l'or, peut se résumer en deux chiffres. Jusqu'au 10 novembre 1920, les importations nettes d'or aux Etats-Unis se sont élevées à 816 229 000 dollars ; depuis le 10 juin 1919 (quelques jours après la levée de l'embargo) les exportations nettes se sont élevées au chiffre de 284 790 000 dollars.

(2) En comptant les mois de novembre et de décembre, ces chiffres seront 874.3, et 2788.8 et 1355.3.

dollar, de la suppression du contrôle jusqu'au mois de février 1920, époque à laquelle la livre subit sa plus forte dépréciation. Une violente réaction se produit alors, et on assiste à une hausse rapide pendant les mois de mars et avril. Enfin, après une période de stabilité relative, la baisse reprend à partir de juillet et se continue jusqu'à près de la fin de l'année. Actuellement, on assiste à une vive reprise de la livre, qui la ramène à peu près au niveau touché en juillet.

Si nous portons notre regard maintenant sur la courbe au pointillé, nous voyons que la baisse de la livre par rapport au dollar, après la suppression du contrôle, est compensée, dans une certaine mesure, par une hausse de la livre sur les marchés neutres. Mais une fois que l'arbitrage a accompli son œuvre, la baisse de la livre sur les marchés neutres suit d'assez près la marche de la dépréciation par rapport au dollar ; cependant, le parallélisme des deux courbes tend à devenir plus lâche à mesure que nous avançons dans le cours de l'année 1920. La dissociation des deux courbes aurait été plus nette encore, si nous n'avions pas fait entrer le dollar dans notre calcul des moyennes. On remarquera aussi qu'à partir du mois de mai 1919, la valeur de la livre par rapport aux devises neutres est plus grande que sa valeur par rapport au dollar. Cette tendance s'accroîtra de plus en plus dans le courant de 1920.

Ceci nous sera rendu plus tangible encore par les graphiques VII et VIII. Sur le premier, nous avons fait figurer les cours sur le marché de New-York de quelques devises caractéristiques à partir de juillet 1918. Sur le second, figure la valeur de la livre sterling sur les

marchés neutres. Ce graphique, donne en somme le détail de la courbe au pointillé du graphique I. Il permet de se faire une idée exacte de la mesure dans laquelle opérait l'arbitrage durant la guerre et depuis l'armistice.

Sur ce dernier graphique on verra, par exemple, qu'après la dislocation du début de la guerre, les différentes valeurs de la livre — par rapport aux devises neutres — chevauchent les unes sur les autres durant l'année 1915 ; puis, à mesure que la guerre se prolonge et que les marchés se ferment les uns aux autres, chaque devise devient un étalon *sui-generis* et les courbes se différencient les unes des autres, et suivent chacune son propre chemin. Notre graphique ne se présente plus sous forme de fouillis inextricable. On remarquera, par exemple, que Stockholm, grâce à sa démonétisation de l'or tient la tête pendant la plus grande période de 1916 et 1917. Puis ce sera le tour de l'Espagne qui met de la mauvaise volonté manifeste à ouvrir des crédits aux alliés. La Suisse et la Hollande n'opposent pas de grande résistance aux demandes de crédit des alliés et leurs changes sont donc dépréciés par rapport aux changes scandinave et espagnol.

Vient la victoire des alliés, et notre graphique reprend son aspect embrouillé, à tel point que toutes les devises, — à part la couronne scandinave qui se tient un peu, à part — se confondent en une seule ligne droite. Il y a un certain flottement à la suspension des interventions régulatrices, mais à partir de la levée de l'embargo américain sur l'or, on assiste à une dissociation graduelle des devises. dissociation qui deviendra très visible vers la fin de 1920.

Est-ce à dire que l'arbitrage ne joue plus ? Non, mais il s'est trouvé que les neutres européens se sont mis eux aussi au régime du papier-monnaie. Ils avaient financé leurs excédents d'exportations aux belligérants, en très grande partie, par des ouvertures de crédit et grâce à une inflation de leur monnaie. En cela, ils n'ont pas agi autrement que les Etats-Unis. Ces crédits n'étaient et ne pouvaient être à court terme, que dans la forme. Lorsqu'après l'armistice il a fallu à ces pays s'équiper de nouveau, ils n'ont pu les utiliser pour rég'ler leurs achats au dehors. En outre, *ils ne pouvaient le faire qu'en réduisant leur circulation* et le moment était mal venu de pratiquer une politique de déflation. Même lorsque ces crédits n'étaient pas renouvelés à leur échéance, les banques d'émission se trouvaient obligées de prendre dans leurs portefeuilles d'autres créances pour ne pas diminuer la quantité de monnaie en circulation. Et nous pensons qu'il ne faut pas chercher ailleurs la cause du refus des banques d'émission des pays neutres européens de rendre à l'or sa liberté de mouvement. Les Etats-Unis, avec leurs énormes ressources, pouvaient se permettre ce luxe, car ils procédaient à la reconstruction de leurs industries en grande partie au moyen d'achats sur place. Et malgré cela, cependant, ils se sont trouvés obligés d'exporter l'énorme quantité d'or que l'on sait. Les marchés financiers des neutres européens n'auraient, peut-être, pu supporter un pareil drainage de leur réserve d'or sans dommage pour leur crédit. Aussi ont-ils continué à bloquer leurs ressources en métal, et grâce à cette protection, ils ont pu continuer leur politique d'inflation. Il en résulta un éparpillement des devises neutres

européennes, éparpillement qui est très visible sur notre graphique VIII. Les devises neutres ont, depuis quelque temps, plutôt tendance à se rapprocher de la livre que du dollar. On pourra aussi le voir sur le graphique VII. Cette tendance à s'éloigner de leur parité-or n'est pas seulement caractéristique des neutres européens, mais elle tend de plus en plus à devenir la règle générale. Nous avons déjà vu plus haut (1) quels étaient les cours des principales devises sur le marché américain, au moment de l'armistice. Nous donnons dans le tableau ci-après, (page 254) les cours de ces mêmes devises dans le courant des années 1919 et 1920 (2).

On voit donc qu'à part le yen qui fait une prime de 2.80/0 sur le dollar toutes les autres devises sont dépréciées ; celle qui l'est le moins, c'est le dollar argentin avec une perte de près de 14.20/0 ; le peso et le franc suisse le suivent de près ; puis viennent le florin, la peseta, la couronne suédoise, et la livre sterling, cette dernière avec une perte de 28 0/0 ; un autre groupe comprendra la couronne danoise, le franc français, la lire italienne, cette dernière avec une perte 78.3 0/0 ; enfin l'extrême dépréciation est représentée par le mark allemand (dépréciation de 93 0/0) et surtout la couronne autrichienne (98 0/0) qui tient le record, depuis que le rouble n'a plus cours international. (3)

(1) P. 242.

(2) D'après le *Federal Reserve Bulletin* de nov. 1920. Ce sont les cours du papier court, et les plus hauts cours cotés durant le mois.

(3) Nous ferons remarquer que, connaissant la valeur relative de la livre et des autres devises par rapport au dollar, on peut obtenir, par simple soustraction, la valeur relative de ces devises par rapport à la livre sterling.

Pair = 100

Dates	Londres	Paris	Milan	Yokohama	Rio de Janeiro	Berlin	Vienne	Amsterdam	Copenhague	Stock olm	Zurich	Madrid	Buenos-Aires	Valparaiso
1918														
Novembre . . .	97.76	96.44	81.61	109.83	83.22	—	—	105.40	100.75	108.21	105.28	107.25	106.60	135.69
1919														
Mars . . .	97.77	94.82	81.45	102.31	84.29	—	—	102.30	97.01	105.04	107.25	109.3	106.11	100.90
Juin . . .	95.24	82.64	66.01	103.81	87.07	—	—	97.64	91.88	97.95	100.05	103.94	104.04	112.23
Septembre . . .	87.59	66.27	54.72	101.81	79.75	49.34	42.95	94.84	83.38	91.79	94.72	99.74	100.28	105.05
Décembre . . .	81.91	52.23	41.97	101.30	95.16	40.92	3.60	95.45	74.25	83.21	104.04	103.11	102.11	105.05
1920														
Janvier . . .	77.83	48.08	39.42	101.05	85.92	8.61	3.21	97.33	71.27	80.44	94.72	99.48	101.88	121.01
Février . . .	70.94	38.76	32.42	97.79	84.68	4.79	4.97	94.22	58.40	71.46	89.79	93.26	102.77	115.03
Mars . . .	81.22	39.17	29.74	96.29	82.45	6.59	2.71	92.35	69.59	80.97	89.02	92.75	102.35	117.02
Avril . . .	82.55	35.91	25.44	99.80	83.99	8.19	2.74	93.28	70.45	82.84	93.89	92.75	101.89	117.02
Mai . . .	80.45	41.49	31.30	103.81	81.29	12.34	3.75	91.29	63.62	80.78	92.75	87.93	100.70	107.71
Juin . . .	81.94	43.47	32.18	102.91	80.44	11.54	3.94	91.23	63.99	82.09	94.56	86.53	103.77	104.39
Juillet . . .	81.49	44.25	31.87	103.06	73.59	11.43	3.55	90.30	62.43	82.46	93.99	85.60	98.35	110.4
Août . . .	76.18	39.43	27.41	103.31	67.04	9.61	3.04	84.27	58.58	78.36	87.82	79.42	92.34	107.05
Septembre . . .	73.20	36.32	24.30	103.31	60.49	8.55	2.31	79.35	54.29	76.12	85.23	77.46	89.81	101.73
Octobre . . .	72.07	34.97	21.66	102.81	56.64	6.95	2.17	77.26	52.43	74.25	83.26	75.96	85.77	85.11

Il n'est pas douteux qu'une situation pareille est grave de conséquences du point de vue de l'étalon monétaire mondial, et du retour à un régime moins anormal que celui que nous avons actuellement. Au point de vue de l'instabilité de son étalon, et des risques d'inflation, un pays qui, seul parmi les autres pays, sera resté fidèle à l'étalon-or, n'en sera pas moins logé à la même enseigne que ceux qui auront ouvertement adopté le régime du papier-monnaie. Il sera soumis à un régime de cours *forcé de facto*. Nous aurons d'ailleurs l'occasion de revenir tout au long sur ce sujet dans le dernier chapitre de ce travail. Nous avons voulu simplement indiquer ici que le superbe isolement qu'affecte certains pays peut se retourner contre eux et qu'ils servent mal leurs intérêts les plus immédiats en se désintéressant de cette question du régime monétaire futur de l'Univers.

Nous n'entreprendrons pas de rendre compte ici des variations particulières de chaque devise par rapport au dollar ou à la livre. Nous n'entreprendrons pas, non plus, de rendre compte des courtes fluctuations de la livre par rapport au dollar. Elles répondent, en général, à des circonstances passagères et fuyantes et offrent peu d'intérêt du point de vue théorique. Ce qui est intéressant, c'est le *niveau* autour duquel se feront les courtes fluctuations et ce sera le sujet du livre suivant.

LIVRE IV

ÉTUDE STATISTIQUE DE L'INFLATION ET DU CHANGE

CHAPITRE PREMIER

LE CHANGE, LA BALANCE DES COMPTES ET LA BALANCE COMMERCIALE

SOMMAIRE. — Fluctuations de courte durée, et fluctuations de longue durée. Les niveaux autour desquels se font les fluctuations. Ce qui cause les courtes oscillations n'est pas ce qui détermine les niveaux autour desquels elles se produiront.

- I. — La balance des comptes de l'Angleterre avant la guerre. Confusion à éviter dans l'emploi des termes *favorable* et *défavorable* appliqués à la balance des comptes.
- II. — La balance des comptes pendant la guerre et depuis l'armistice. Les évaluations du *Board of Trade*. La balance des comptes est favorable à l'Angleterre en 1920.
- III. — Mais si la balance des comptes est indéniablement favorable à l'Angleterre, comment se fait-il qu'il y ait des auteurs pour soutenir que la balance des comptes est la *cause* de la dépréciation du change? Parce qu'actuellement, avec presque tout l'univers au cours forcé, les soldes créditeurs envers certains pays ne servent que rarement pour payer les débits envers les autres pays. Le cas de l'Amérique.
- IV. — Le change et la balance commerciale. Le mouvement des importations, des exportations, et du déficit de la balance de-

puis la guerre. Comparaison avec le cours du change. Théorie de M. Jannaccone.

V. — En quelles devises faut-il calculer le déficit commercial ? En une monnaie-or, ou en termes de la monnaie dépréciée.

Dans les chapitres précédents, nous avons essayé une étude descriptive, rapide d'ailleurs, des fluctuations de la livre anglaise. Nous nous sommes surtout attachés aux circonstances externes accompagnant ces fluctuations. Ce sont celles qui frappent le plus l'homme d'affaires et le chroniqueur financier. On s'en contente, en général, pour expliquer une hausse ou une baisse donnée du change et, en fait, lorsqu'il s'agit de mouvements de courte durée, l'explication par ces circonstances externes est conforme à la réalité. Le change subit constamment des fluctuations, en sens opposés, dont on ne peut se rendre compte que par des considérations de cette nature.

Mais, ces fluctuations de courte durée, se font autour d'un *niveau* donné et qui est relativement stable. Ce qui est vraiment intéressant du point de vue théorique et scientifique, c'est l'étude des causes qui régissent ces niveaux et les passages d'un niveau à un autre. C'est par leur étude seule qu'on peut arriver à se faire une idée exacte des causes présidant aux fluctuations du change sans que pour cela l'étude des circonstances externes soit à négliger. Souvent, en effet, certaines circonstances internes, celles qui règlent le niveau des cours, changent sans qu'il en résulte un changement concomitant dans telle ou telle devise, alors que, théoriquement, les deux variables sont fonction l'une de l'autre. Mais qu'une de ces circonstances externes

— défaite militaire, emprunt extérieur, gros déficit de la balance des comptes etc., etc. — vient à se produire, et nous verrons, alors, le mouvement attendu se déclancher sans retard. C'est qu'en effet, cette étude des mouvements de longue durée des niveaux est une étude statique. Mais le passage d'un équilibre à un autre, est forcément une étude dynamique. Il se produit là quelque chose d'analogue au faux équilibre qui se produit dans les solutions sursaturées ; la cristallisation, en retard, ne se produit que si une force extérieure, tel que le jet dans la solution d'une parcelle du sel dissous, vient rompre cet état de faux équilibre. Il faut donc faire appel aux circonstances externes dans l'étude dynamique, des autres éléments (1) dans l'étude statique.

Les phénomènes économiques et sociaux sont très sujets à ces états de faux équilibre. C'est ce qui explique que des faits insignifiants, d'une importance secondaire, paraissent amener de grands changements dans les états sociaux. Mais il nous paraît indispensable de mettre en garde contre ces confusions souvent faites, entre les causes immédiates et apparentes et les causes profondes et cachées.

Nous avons vu, au début de ce volume, que les théories qui prétendent expliquer la valeur du papier-monnaie oscillent toutes entre deux pôles extrêmes :

(1) C'est là qu'il faut chercher la raison de ce fait qu'une fois la circonstance précédant immédiatement la rupture de l'équilibre disparue, on n'assiste pas au retour du niveau primitif, mais à la formation d'un nouvel équilibre à un niveau plus élevé ou plus bas, suivant les cas. Le changement de niveau, est dû aux forces internes qui commandent les mouvements de longue durée.

balance des comptes d'un côté, causes monétaires de l'autre, soit que ces causes soient cherchées dans la *quantité* ou la *qualité* de la monnaie en circulation.

Le présent chapitre sera consacré à l'étude de la balance de l'Angleterre.

I

Nous avons déjà eu l'occasion de dire que ce qui est surtout intéressant, au point de vue de l'étude du change, n'est pas tant la balance du commerce d'un pays, mais sa balance des comptes. La première n'est qu'un des éléments, il est vrai le plus important de la seconde. Nous avons montré, aussi, que la balance des comptes est toujours en mouvement, et qu'il est, dans l'état actuel des renseignements à notre disposition, très difficile, sinon impossible, de la suivre dans ses variations incessantes. Tout au plus, peut-on se risquer à donner des indications suffisamment précises, sur l'état de la balance des comptes d'un pays, considéré pendant une période suffisamment longue, par exemple, une année. C'est ce qu'on a essayé de faire pour quelques pays. Nous avons la bonne fortune d'en posséder une, toute faite, et qui offre de sérieuses garanties de précision, pour la balance de l'Angleterre. Nous voulons parler de celle qu'a tentée, M. *Hobson* (1).

Ainsi que nous l'avons déjà dit, la balance commerciale proprement dite, est constamment défavorable à l'Angleterre. D'après les calculs de M. le Prof. A. L.

(1) *The Export of Capital*. Londres, 1911.

Bowley (1), l'excédent des importations, en tenant compte des mouvements des métaux précieux, a été, en moyenne, pendant la période 1906-1913, de 144.4 millions de livres annuellement. Pendant la guerre le mouvement s'est accentué; les excédents des importations ont été en s'aggravant d'année en année. Ils ont été, en millions de livres, et en excluant le mouvement des métaux précieux de

102.5	pendant la période Août-Décembre	1914
371.8	pendant l'année	1915
346.5	»	1916
374.6	»	1917
545.4	»	1918
672.8	»	1919
382.9	»	1920

soit, au total, depuis le commencement de la guerre, 2769.2 millions de livres.

Mais nous savons qu'une balance commerciale défavorable n'était pas toujours un signe de détresse économique, puisqu'elle se trouvait compensée par d'autres exportations, communément appelées *invisibles*. Un des éléments les plus importants de ce genre d'exportation sont les frêts gagnés annuellement par la plus prospère des marines marchandes. On peut les estimer à 100 millions de livres en moyenne. Les calculs compliqués de *M. Hobson* donnent les chiffres suivants, en millions de livres.

1905	90
1908	179
1911	110
1912	156

(1) *The Effect of the war on the External Trade of the United Kingdom*. Cambridge, 1915, p. 13

Un autre élément très important, dans le cas de l'Angleterre, consiste dans les commissions gagnées par les banques et les primes des compagnies d'assurance, etc. *Sir R. Giffen* les estimait à 2 1/2 0/0 de la valeur totale des importations et des exportations anglaises. Sur ces 2 1/2, 15 shillings 0/0 revenaient aux compagnies d'assurances, 5 shillings aux banques et pour frais de timbres etc. et le 1 1/2 0/0 restant pour toutes les autres charges. On obtient, sur cette base, les chiffres suivants :

1905	19.4
1908	20.9
1911	26.3
1912	29.9

A côté, il faut tenir compte des dépenses des services gouvernementaux à l'étranger, des remises des particuliers, des ventes des vieux bateaux, etc., etc. qui donnent pour les années choisies :

1905	13.0
1908	13.6
1911	14.2
1912	14.4

Grâce aux publications de l'*Inland Revenue*, on peut calculer les bénéfices réalisés sur les placements au dehors. On a ainsi :

1905 1906	73.9
1908 1909	88.8
1910 1911	100.9
1911 1912	103.9

En prenant en considération les chiffres du commerce extérieur publiés par le *Board of Trade* d'une part, en les combinant avec les chiffres que nous venons de citer, et en ayant dans l'esprit que *la balance des comptes*

d'un pays se balance nécessairement, on peut obtenir par des opérations élémentaires d'arithmétique, le montant des capitaux placés aux dehors, pendant les années considérées. Voici ces montants :

1905.	62.8
1908.	129 9
1911.	191.2
1912.	226.0

Ici donc, nous avons un exemple frappant de ce qu'on appelle très improprement, d'ailleurs, une balance des comptes favorable. On ne veut pas dire par là que le pays à soi-disant balance favorable, reçoit effectivement le solde ; ce qu'on entend par là, c'est qu'une fois qu'il a payé tous les achats faits par lui à l'étranger et les services qu'il en a reçus, il lui reste, grâce à ses exportations actuelles, et à ses placements passés, un solde à recevoir de l'étranger. Ce solde, il pourrait à la rigueur, en réclamer le paiement ; mais ce paiement il ne pourra l'obtenir que de deux façons : ou bien en restreignant ses exportations, visibles et invisibles, ou en augmentant ses importations, visibles et invisibles également. Dans les deux cas, donc, on arrive à la nécessité d'une balance des comptes en équilibre. Voici pour les longues périodes. Voyons maintenant ce qui se passe dans les courtes périodes.

L'Angleterre avait donc à placer, bon an mal an une somme de près 200 millions de livres au dehors. Il ne faudrait pas s'imaginer, cependant, qu'on obtient ce chiffre, en arrêtant les comptes à un moment donné de l'année, de la même façon, par exemple, qu'on arrive à chiffrer les bénéfices d'une société commerciale ; et qu'à ce moment aussi on distribue ce surplus entre

les pays emprunteurs, comme on distribuerait des dividendes.

Le surplus se forme au fur et à mesure que le temps s'écoule, et il se fige en placements à longs termes de la même façon. Tantôt, ce sont les créations de surplus à placer qui dépassent les extinctions, et tantôt, c'est le contraire qui a lieu. On voit, ainsi, qu'un pays, ayant une balance soi-disant favorable peut, à un moment donné, avoir un solde débiteur envers l'étranger. Il sera donc obligé d'emprunter, sur le marché à court terme, les moyens de change nécessaires au règlement de sa dette. En général, cependant, un pays créancier sur le marché des capitaux à long terme a de fortes chances pour qu'il le soit aussi sur le marché des capitaux à court terme. Toutefois, il n'en est pas toujours ainsi : exemple l'Allemagne, avant la guerre, créditrice sur le marché à long terme, débitrice sur le marché à court terme.

En réalité, les choses se passent ainsi : les déficits dans la balance des comptes se règlent, *au fur et à mesure* qu'ils se produisent, par des tirages financiers. La masse de ces tirages en existence, n'augmente pas sans cesse, parce qu'on liquide les dettes en cours par des emprunts de consolidation. On conçoit très bien, dans ces conditions, qu'un pays, dont l'activité industrielle et commerciale est considérable peut préférer, malgré qu'il ait des soldes à placer au dehors en fin d'année, les recevoir au fur et à mesure qu'ils naîtront, quitte à les placer en bloc le moment venu. Dans ce cas, d'autres marchés prêteront aux pays déficitaires les moyens de se libérer. En somme, ce que fait le pays en question, c'est d'emprunter son fonds de roulement du commerce

international à l'étranger. C'est ce que faisait l'Allemagne, avant la guerre. Par contre, l'Angleterre et, à un moindre degré, la France, étaient les grandes dispensatrices de fonds de roulement à tout l'Univers (1).

Mais revenons à notre sujet et voyons les changements que la guerre a apportés dans la balance des comptes.

II

Nous savons déjà, à combien s'est monté le déficit de la balance commerciale depuis le début de la guerre. Mais le chiffre de 2796 millions que nous avons donné (2), ne représente pas toute la gravité de la situation. En effet, le chiffre ainsi obtenu, est le résultat de balances partielles, tantôt favorables, tantôt défavorables, suivant les pays. Or il se trouve que les balances favorables sont celles qui résultent du commerce avec des pays qui se trouvent dans l'impossibilité de régler leurs achats à l'étranger, et auxquels l'Angleterre était obligée d'accorder des crédits. Par contre, les balances défavorables, sont celles résultant du commerce avec des pays qui exigent le paiement immédiat ou à court terme de leurs exportations. On arrivait ainsi à ce résultat que l'Angleterre se trouvait dans l'impossibilité de se servir de ses soldes créditeurs comme d'un moyen de change sur les pays avec lesquels la balance était déficitaire.

(1) Pour cette question assez confuse des balances des comptes, on peut consulter avec fruit la classification, très judicieuse, tentée par M. *Hartley Withers* dans *Money changing*.

(2) Au lieu de 840 millions en prenant pour base le déficit annuel pour la période 1906-1913.

Comme résultat de cette situation, l'Angleterre s'est trouvée obligée, pendant la guerre, et même depuis, de continuer ses placements au dehors. Ces placements ont été faits dans les pays alliés, et dans les Dominions. Et ces placements ont eu lieu dès le début de la guerre. La Belgique et la Serbie ont été les premières à en profiter mais d'autres pays en ont profité par la suite. Dans son discours aux Communes, le 12 novembre 1918, au lendemain de l'armistice, M. *Bonar Law*, alors Chancelier de l'Echiquier, donnait les chiffres suivants relatifs à la dette — non des dépenses réelles — des alliés et dominions envers l'Angleterre. La dette totale, au 19 octobre, est de 1465 millions répartie de la manière suivante : Russie, 568 ; France, 425 ; Italie, 345 ; autres alliés 127. A cela, il faut ajouter la dette des Dominions qui s'élevait à la même époque au chiffre de 218 millions. Et circonstance aggravante, les intérêts sur ces énormes sommes ne sont pas liquidés tous les ans, mais s'ajoutent au capital.

En face de cela, cependant, il faut tenir compte des réalisations de titres étrangers dans le portefeuille anglais, des emprunts placés, pendant la même période sur les marchés neutres et surtout, sur le marché américain. N'oublions pas non plus, les crédits bancaires ouverts par les neutres et qui n'étaient à court terme que dans la forme. Enfin, à partir de l'entrée en guerre, les avances du gouvernement des Etats-Unis et qui s'élevaient à 4277 millions de dollars, le 29 septembre 1919, un peu plus que les sommes prêtées par l'Angleterre aux alliés.

En ce qui concerne les bénéfices réalisés par la ma-

rine marchande, il est très difficile de s'en faire une idée précise. Il semble bien, cependant, que ces bénéfices aient été inférieurs à ceux réalisés avant la guerre. Il ne faut pas perdre de vue, en effet, l'énorme quantité de tonnage nécessitée par la conduite des opérations militaires sur les divers fronts. Remarquons aussi, que si les différents alliés étaient débités des frêts dûs pour transports, etc., le règlement ne se faisait pas effectivement.

Enfin, les bénéfices réalisés par l'Angleterre pour les services rendus par ses banques, ses compagnies d'assurances, ont été fortement diminués par la guerre. Une forte proportion du commerce international a été financée sur d'autres marchés : New-York, Amsterdam, etc. etc. Il n'est pas douteux, par exemple, que le commerce sud-américain a été financé, dans une certaine mesure, par les banques des Etats-Unis.

Avec l'armistice, cependant, les choses changent. Il y a une amélioration dans la balance commerciale proprement dite. Le déficit est plus lourd en 1919 qu'en 1918, mais cela est dû en partie à la dépréciation de la livre, en partie, aussi, à la reconstruction. En 1920, le déficit n'est plus que de 382.9 millions, soit 57 0/0 du déficit de 1919.

Les autres éléments de la balance des comptes se tournent aussi en faveur de l'Angleterre. La cessation des hostilités a libéré une quantité considérable de tonnage qui a été affrété à des taux, de plus en plus élevés. Le *Board of Trade Journal* a évalué au début de 1920, les bénéfices tirés de l'étranger en frêts à 400 millions de voies en 1919 et à 500 pour 1920. (1) Ce

(1) *Times* 15, 1, 20.

chiffre de 500 millions a été réduit, par la suite (1) à 440, par suite de la baisse marquée des frêts.

Les revenus des capitaux, placés à l'étranger, ont été estimés, toujours d'après la même source à 80 millions pour l'année 1919, et à 100 — plus tard à 120 — pour 1920. Cette augmentation serait due, d'après le *Times* du 30 août dernier, à l'accroissement des revenus dû aux énormes ventes de titres de gouvernements étrangers à Londres, à la faveur de la dépréciation des changes.

On ne saisit pas très bien, comment les achats de titres étrangers, même à la faveur d'une dépréciation considérable des changes, peut influencer favorablement la balance des comptes. Car, ne l'oublions pas, si un achat de titres à l'étranger suppose, en général une rentrée d'intérêts dans un avenir, plus ou moins lointain, il suppose aussi, dans une bien plus grande proportion, une sortie immédiate de capitaux. Et qu'on ne dise pas que ces titres ont été pris comme contrepartie d'exportations de marchandises faites dans l'année courante ou comme décharge d'arriérés. Dans le premier cas, en effet, il faudrait soustraire les sommes, ainsi reçues en titres du chiffre des exportations tel qu'il est donné par les publications du *Board of Trade* ; et dans le second cas, s'il est vrai que les sommes reçues en décharge d'arriérés tendent à tourner la balance en faveur de l'Angleterre, il n'en résulte pas moins que les revenus tirés de l'étranger par les Anglais n'en seront pas augmentés, car les arriérés portent aussi intérêt.

(1) *Ibid.* 30, 8, 20.

Quoi qu'il en soit de ceci, si nous acceptons le chiffre de 120 donné par le *Board of Trade* pour les revenus retirés de l'étranger et celui de 40 pour les bénéfices dus pour commissions bancaires, primes d'assurances, etc. on aura le tableau suivant de la balance des comptes dans les deux années qui viennent de s'écouler.

	1919	1920
Balance commerciale.	— 669	— 383 ⁽¹⁾
Placements à l'étranger.	+ 80	+ 120
Frêts	+ 490	+ 440
Divers	+ 40	+ 40
<i>Solde.</i>	— 149	+ 217

Ainsi donc, à première vue, il semblerait que la situation est fort satisfaisante. La balance des comptes se soldera en 1920, par un actif de plus de 200 millions de dollars, plus qu'avant la guerre. Il ne faut pas oublier, toutefois, que 200 millions actuellement sont loin de représenter la même puissance d'achat qu'avant la guerre.

III

Mais alors, dira-t-on, si la balance des comptes est favorable à l'Angleterre, ce qui ne peut être sérieusement mis en doute, si, d'autre part, le change anglais est déprécié de près de 30 0/0 par rapport au dollar, comment se fait-il qu'il se trouve encore des hommes d'affaires, voire même des économistes de profession,

(1) La balance commerciale était estimée à — 420. Nous avons remplacé ce chiffre, par la valeur actuelle en 1920. Peut-être, pour compenser, le chiffre de 440 est-il exagéré, vu que la baisse des prêts s'est encore accentuée dans le second semestre de 1920.

pour soutenir que la baisse du change est due à une seule et unique cause : le solde passif de la balance des comptes ? Il semble que le cas de l'Angleterre est assez net pour confondre à jamais les partisans de cette théorie. Et cependant, il faut le reconnaître, leur position n'est pas tellement indéfendable que cela pourrait paraître à première vue. N'oublions pas que la guerre a créé une situation monétaire mondiale inconnue jusqu'ici. Nous avons déjà vu que si l'Angleterre a une balance des comptes défavorable avec les Etats-Unis, elle a une balance favorable avec des pays qui ne peuvent importer que grâce aux avances de capitaux étrangers qui leur sont faites par les différents pays dont la monnaie est relativement plus saine. Et entre les deux groupes de pays, il y a cloison étanche pour ainsi dire. Dans une situation normale, l'Angleterre aurait pu passer aux pays avec lesquels sa balance est défavorable, une partie de ses créances sur les autres en paiement de l'excédent de ses importations originaires de ces pays. Dans ce cas, on pourrait dire avec certitude que la balance des comptes de l'Angleterre est favorable ; et si, malgré cela, le change anglais reste déprécié par rapport au dollar, on pourrait alors conclure au rejet de l'explication de la dépréciation par l'excédent de la balance. Mais jusqu'ici, il est permis d'hésiter.

Cette situation n'est d'ailleurs, pas particulière à l'Angleterre. M. *Harding*, le gouverneur du *Federal Reserve Board*, disant au commencement de 1920 (1) : « Le fait que, malgré une balance favorable de

(1) *Com. Fin. Chr.* 10, 1, 20.

4 milliards de dollars, nous avons subi un drainage de métaux précieux, prouve nettement que les exportateurs ont été payés en monnaies étrangères, ou qu'ils ont accumulé des crédits dans les banques étrangères. Sous quelle forme exactement — ou même probablement — ont été faits ces crédits, c'est ce qu'on ne peut dire ; toutefois, il est probable qu'une grande partie du fardeau pèse, directement ou indirectement, sur les épaules des banques américaines. » En réalité, dans l'état actuel du monde, ce qui est important au point de vue change, ce n'est pas tant la balance générale des paiements d'un pays, mais sa balance particulière avec tel ou tel pays, ou si l'on veut, ce n'est pas la valeur absolue du solde mais la manière dont se règle la balance.

En somme, on peut faire à l'évaluation du *Board of Trade*, le reproche d'être incomplète. Elle ne tient pas compte du placement des capitaux anglais à l'étranger. Il n'est, certes, pas exagéré de dire que le solde créditeur de la balance anglaise a été placé, et au delà, chez les pays à monnaie dépréciée, laissant la balance anglaise vis-à-vis de l'Amérique, à découvert. Et ce sont des Américains qui auront payé ce solde à la place des Anglais, comme ces derniers l'ont fait à la place de Français, des Italiens, etc., etc. pour les soldes débiteurs des balances anglo-françaises ou anglo-italiennes, etc., etc.

En un mot, ce qui importe actuellement, ce n'est pas le signe, positif ou négatif, de la balance globale d'un pays, mais la valeur des créances extérieures qu'on possède. Il n'est pas indifférent actuellement, d'avoir un solde créditeur sur les États-Unis ou sur l'Autriche.

Le premier trouvera toujours preneurs ; on court de grands risques de voir le second vous rester entre les mains pendant de longues années à venir.

A la difficulté normale, d'estimer la balance des comptes, de la saisir dans ses transformations continues, s'ajoute actuellement la difficulté d'estimer la quote-part qui revient à chaque pays dans le total. En outre, il faudrait, peut-être aussi procéder à une estimation *qualitative* des devises de ces pays. Autant dire que, dans l'état actuel des renseignements, à notre disposition, une pareille étude est impossible. Nous renoncrons donc à essayer de prouver ou de réfuter statistiquement l'explication de la valeur de la monnaie par la balance des comptes.

IV

Il serait encore plus vain de vouloir prouver ou réfuter cette théorie par la seule considération de la balance commerciale proprement dite. Comme on voit cependant, tirer argument, à tout moment, de l'amplitude du déficit commercial pour expliquer la dépréciation du change, il nous a paru utile d'étudier les rapports qu'il pourrait y avoir entre les cours du change et le déficit de la balance commerciale.

Si l'on consulte le graphique II, à la fin de ce volume, on verra que la valeur des importations baisse rapidement au début de la guerre ; puis il y a une forte hausse à la fin de 1914, qui continue tout le long de 1915, mais moins rapidement. Il y a un arrêt en 1916 et 1917. La hausse reprend, très rapide, dans

les cinq premiers mois de 1918, due très probablement à l'ascension vertigineuse des prix. Devant les mesures restreignant les importations, il y a une baisse presque aussi rapide que la hausse du début de l'année. Avec la fin de la guerre sous-marine et l'armistice, il y eut de fortes commandes à l'étranger qui se traduisent par l'énorme augmentation de janvier 1919. Après une courte baisse, le mouvement d'ascension reprend jusqu'en mars 1920. L'année 1919 est une année de hausse des prix mondiale ; c'est aussi l'année pendant laquelle l'industrie anglaise a procédé au renouvellement de son outillage et à la constitution de ses stocks. Depuis mars 1920, nous assistons à une baisse presque ininterrompue. Voici d'ailleurs à titre de renseignement la valeur moyenne des importations mensuelles, en millions de livres :

Août-Décembre 1914	52.3
Année 1915	72.0
» 1916	78.3
» 1917	79.9
» 1918	87.7
» 1919	136.3
» 1920	165.1

Si nous passons maintenant aux exportations, on verra que les deux courbes sont soumises aux mêmes influences, avec cette différence que les importations atteignent leur niveau de départ et le dépassent dès la fin de 1914, les exportations ne le feront que vers le milieu de 1916, sans s'y maintenir d'ailleurs. A la fin de 1917, il y a une baisse, et l'année 1918, est une année de peu d'exportations. L'ascension reprend, très rapide, à partir de janvier 1919 et se continue jusqu'au milieu de 1920, puis la baisse reprend.

Les moyennes mensuelles des exportations sont de :

Août-Décembre 1914	31.7
Année 1915	40.2
» 1916	50.3
» 1917	48.7
» 1918	42.3
» 1919	80.2
» 1920	128.2

La troisième courbe sur le graphique représente le déficit de la balance commerciale. Après la hausse caractéristique de fin 1914, le déficit est relativement stable pendant les années 1915, 1916 et 1917. En 1918 et pendant le commencement de 1919, le déficit commercial est parallèle au mouvement des importations : après la forte hausse du commencement de 1918, le déficit diminue sous l'influence des restrictions des importations. Le commencement de 1919 est caractérisé par un déficit élevé : c'est la période de reconstruction. A partir du milieu de 1919, la baisse se continue presque sans arrêt jusqu'à la fin de 1920. On atteint de la sorte le niveau du point de départ en 1914.

Les moyennes sont :

Août-Décembre 1914	16.5
Année 1915	30.9
» 1916	28.8
» 1917	31.2
» 1918	45.4
» 1919	56.0
» 1920	31.9

Il nous faut maintenant comparer la courbe du déficit de la balance avec celle du change. Pour le faire, nous avons été amenés à construire les courbes logarithmiques des deux variables. Ces courbes, contraire-

ment, aux courbes des valeurs *absolues*, évitent les erreurs voulues ou involontaires (1).

Elles offrent un très grand avantage lorsque les deux courbes sont construites à des échelles différentes et n'ont pas la même base. Les courbes de pourcentage, telles qu'elles sont employées dans le *Bulletin de la Statistique* de la France, offrent aussi les mêmes avantages. Nous nous en servons, du reste aussi, dans les pages qui suivront.

Comme le dit si bien : M. le Prof. *Bowley* : « Dans la recherche des relations de causalité, il a plus de chance de les découvrir en examinant les rapports que les quantités : car si un groupe de phénomènes est relié à un autre, il est plus probable que la relation sera une relation proportionnelle (par exemple, qu'une augmentation de 10 0/0 dans une particularité mesurable de l'un correspondra à une augmentation de 8 0/0 dans l'autre) plutôt qu'une relation quantitative absolue (par exemple, qu'une augmentation de prix de deux shillings, à n'importe quel niveau correspondra à une diminution de 100 du nombre des acheteurs) (2) ».

On verra donc sur le graphique III, les courbes des logarithmes du change et de la balance du commerce. La courbe du change est basée sur les chiffres qui ont servi à l'établissement de la courbe au pointillé du graphique I. On a pris la moyenne de la valeur de fin de mois, en pourcentage du pair, de la livre sterling

(1) Sur ces courbes, consulter *A. L. Bowley, Elements of Statistics*, 3^e éd. Londres 1917, pp. 188 et ss. et *Irving Fisher, The Ratio Chart* dans *Journal de la Société Américaine de Stat.* 1917.

(2) *Elem. of Stat.* p. 192.

sur cinq places, soit Amsterdam, Berne, Madrid, Stockholm, et New-York. La courbe de la balance représente les logarithmes du déficit commercial proprement dit sans tenir compte du mouvement des métaux précieux. La caractéristique du log. correspond à une unité de cent mille livres sterling.

L'histoire du change, pendant cette période, peut se résumer en quelques mots : c'est une baisse continue, avec des réactions passagères, jusqu'en juillet 1918. Il se dessine alors un mouvement de hausse nette et rapide jusqu'en mai 1919. Après quoi la baisse reprend jusqu'en février 1920. A partir de cette époque, on assiste à une amélioration manifeste de la valeur de la livre. Il ne faudrait pas s'illusionner cependant sur cette amélioration de la livre : ce qui a lieu, en réalité, c'est que pendant cette période les changes des pays que nous avons choisis se déprécient par rapport au dollar. Si, on se reporte au graphique I, on verra qu'en réalité, la baisse reprend à partir d'avril 1920, à peu près, au moment où la balance commerciale s'améliore considérablement.

Si la théorie était vraie, qui veut que le cours du change est fonction inverse de la balance commerciale, il faudrait s'attendre à voir la courbe du déficit commercial osciller, en même temps que la courbe du change, mais en sens contraire. Or, il n'en est rien. D'août 1914 à la fin de 1919, c'est-à-dire sur 65 observations, il y a 36 concordances dans les directions des deux courbes et 29 divergences. Ainsi c'est plutôt le contraire de ce à quoi on devrait s'attendre, d'après la théorie, que révèle l'examen des courbes. Il faudrait, croyons-nous, en conclure tout simplement, que les

deux phénomènes, considérés dans les conditions ci-dessus, c'est-à-dire à des intervalles très rapprochés, sont indifférents l'un à l'autre.

L'influence que peut avoir la balance commerciale proprement dite sur le cours du change — influence que nous sommes loin de vouloir négliger — peut être masquée par des influences contraires dues aux autres éléments de la balance des comptes. En outre, il ne faut pas oublier que les placements de commandes à l'étranger, leur exécution, et leur liquidation ne sont pas nécessairement — loin de là — trois opérations simultanées. Il peut se passer, et il se passe, en fait, plusieurs mois avant que le règlement d'une commande soit fait. D'autres fois, aussi, les achats de change sont faits en anticipation de commandes à placer à l'étranger.

Il ne faudrait pas conclure, cependant, qu'il n'y a aucune relation entre les deux catégories de phénomènes, lorsqu'on considère des périodes d'une durée plus longue. M. le Prof. *P. Jannaccone* (1) dans une remarquable étude du change italien pendant la période 1871-1913, a très bien mis en lumière les différences qu'il y a entre les relations du change et de la balance commerciale, lorsqu'on les considère pendant de courtes périodes ou pendant de longues périodes de temps. Ayant calculé les coefficients de corrélation (2) entre les deux phénomènes, d'après la formule de

(1) *Relazioni fra commercio internazionale, cambi esteri e circolazione monetaria in Italia nel quarantennio 1871-1913* dans *Riforma Sociale* de nov. déc. 1918.

(2) Les voici $r = -0,51 \pm 0,08$ pour la corrélation entre les valeurs absolues de l'excédent des importations sur les exportations

K. Pearson, il arrive aux conclusions suivantes: « La haute valeur négative des coefficients montre une forte corrélation inverse (1) entre la balance et le change; les coefficients très élevés pour les moyennes de onze années et le fait que les coefficients, ainsi calculés, sont supérieurs à ceux calculés d'après les valeurs annuelles effectives est une nouvelle preuve que la tendance des deux phénomènes à se mouvoir en sens opposés, se manifeste plus énergiquement quand on néglige les oscillations brèves, et quand on isole, autant que possible l'action des forces qui règlent le mouvement cyclique des deux. » Puis, ayant calculé les coefficients entre les deux phénomènes et leurs moyennes de onze années, il obtient un coefficient très peu élevé avec une grosse erreur ($+ 0,10 \pm 0,12$) d'où il en conclut que la corrélation entre les oscillations brèves des deux phénomènes est nulle.

Ces résultats sont inattendus et assez embarrassants. Ils viennent juste à l'encontre des idées de ceux qui voient

et les valeurs absolues des variations du change par rapport au pair.

$r = - 0,77 \pm 0,05$ entre les moyennes de onze ans de ces valeurs.

$r = - 0,62 \pm 0,06$, entre les valeurs interpolées d'après la formule de *Cauchy*.

$r = - 0,53 \pm 0,07$ entre les valeurs en pourcentage du déficit commercial et du change.

$r = - 0,90 \pm 0,02$ entre les moyennes de onze années de ces dernières valeurs. Article cité §§ 7 et 8.

(1) Nous dirions de même sens. Cela dépend, en effet, comment sont cotés les cours. D'après notre auteur un change élevé — par conséquent défavorable à l'Italie — coïncide pour les longues périodes des temps, avec un moindre déficit et *vice versa*.

dans la balance commerciale la cause de la dépréciation du change, et, il n'y a rien, là, que de très logique. Mais la constatation qu'un niveau élevé du déficit commercial coïncide avec un niveau bas — favorable — du cours du change, et réciproquement, est troublante. Il n'y a aucune raison, *a priori*, pour soutenir qu'un grand déficit commercial serait cause de l'appréciation du change.

Il semble plutôt que les résultats obtenus par M. Jannaccone viennent corroborer la fameuse thèse protectionniste du *change fossoyeur du libre échange* suivant une expression célèbre, et les théories de M. Ed. Théry et de son école (1).

Et cependant, M. Jannaccone s'élève fortement contre ces théories. Il faudrait, d'après lui, chercher ailleurs la raison de la corrélation inverse entre les deux phénomènes. Sa théorie fort intéressante, et dont on devrait essayer l'application à d'autres pays dans d'autres conditions — l'auteur ne la donnant vraie que pour le cas de l'Italie ou des autres pays se trouvant au même stade de l'évolution économique — sa théorie est assez compliquée et très nuancée. Nous renvoyons le lecteur intéressé à l'étude originale ; on en aura une idée par la citation suivante : « On voit donc quel est le faisceau de forces qui, avec un rythme égal, élève ou abaisse le change, en même temps qu'il abaisse ou élargit le déficit commercial de l'Italie. Ce sont les variations périodiques des prix internationaux, avec des faits qui leur sont connexes, qui occasionnent et gou-

(1) V. notamment René Théry *Rapports des changes avariés et des règlements extérieurs*. Paris 1912.

vernent ces deux mouvements en sens opposés. Mais les variations des prix-or et des prix-papier, tantôt concourent toutes en même temps à un même résultat, tantôt se neutralisent, en partie ; et ces interférences occasionnent les oscillations mineures entre une même période de change (ou de déficit commercial) élevé ou bas » (1).

Somme toute, on peut dire que, d'après notre auteur, c'est le mouvement cyclique, rythmique des périodes de prospérité et de dépression économiques, entrecoupé de crises plus ou moins violentes, qui serait le régulateur de ces mouvements cycliques correspondants du change et de la balance commerciale. Ces causes agissent sur le change par les variations qu'elles produisent dans la quantité de circulation *en excès*, par opposition à la quantité de monnaie *suffisante* pour la conduite des transactions.

De plus, il faut tenir compte de la politique monétaire des pays, soumis au cours forcé, qui fait que les prix nationaux haussent — ou baissent — plus rapidement que les prix-or exprimés sur le marché international. Notre auteur tient aussi compte du mouvement des capitaux qui sont influencés aussi par le rythme de l'expansion et de la dépression commerciale.

En un mot, on voit que la théorie en question est basée sur la théorie quantitative, dans le sens large du terme, mais qu'elle est atténuée, adaptée à la complexité des phénomènes économiques par des considérations extérieures à la monnaie. Il nous est malheureusement impossible d'en essayer l'application au cas

(1) § 33.

de l'Angleterre depuis la guerre. Les années de guerre sont des années anormales ; d'autre part, il ne s'est pas écoulé assez de temps pour pouvoir examiner un cycle complet de dépression et expansion économique.

V

Mais les chiffres donnés par les publications officielles donnent une fausse impression de la grandeur de la balance des comptes. Ces chiffres sont généralement exprimés en livres, francs, liras, etc., c'est-à-dire, en monnaies dépréciées, et par conséquent, plus la monnaie est dépréciée et plus ces chiffres s'élèvent et réciproquement. Ces chiffres montrent cependant que plus le change se déprécie et plus il est nécessaire d'émettre du papier pour financer les opérations du commerce international.

En réalité, le commerce international se fait sur la base de l'étalon-or et ce sont des dollars, des yens, etc., qu'il faut trouver pour régler le solde et non des livres, des francs ou des liras. D'après cela, il est clair que le déficit commercial peut diminuer apparemment sans qu'il en résulte une amélioration réelle de la situation. Un exemple fera mieux comprendre quelle est notre pensée. Supposons un déficit commercial de 10 milliards de francs au change de 20 francs pour une monnaie d'or hypothétique. Quelque temps après, le déficit est de 5 milliards de francs à un change de 5 francs seulement.

Apparemment, le déficit a diminué de moitié ; en réalité, il s'est aggravé dans la proportion du double.

Dans le second cas, il faut trouver deux fois plus de devises étrangères qu'auparavant.

C'est donc la valeur-or de la balance qui représente le mieux la réalité de la situation ; c'est celui qu'il faut toujours consulter pour faire les comparaisons. Dans le tableau suivant, nous donnons le chiffre du déficit de la balance commerciale anglaise calculé d'après la moyenne des cours des changes sur quelques places neutres. Pour l'année 1920, cependant, nous donnons aussi, la valeur d'après les moyennes de la valeur de la livre par rapport au dollar.

Date	Board of Trade	Change moyen	Déficit : or
Août-Décembre 1914 .	102.5	101.4	102.5
Année 1915	371.8	98.7	371.3
» 1916	346.5	94.5	327.3
» 1917	374.6	86.5	323.7
» 1918	545.1	81.7	445.1
» 1919	672.8	91.8	617.1
» 1920	382.9	88.1	373.3
		<u>75.5</u>	<u>289.1</u> ⁽¹⁾

Il y a donc une amélioration très réelle de l'état de la balance en 1920. On verra aussi qu'en 1917 le déficit a réellement diminué, alors que les chiffres officiels auraient pu faire croire le contraire.

Mais ainsi calculée, la balance commerciale et le change ne semblent plus liés par aucune loi dans leurs fluctuations. Un simple coup d'œil jeté sur la deuxième et la troisième colonne du tableau précédent, suffit pour

(1) Les chiffres soulignés sont ceux de la valeur du sterling par rapport au dollar et de la balance calculée en dollars.

s'en rendre compte. Alors que de 1915 à 1917, la balance a été en s'améliorant, le change n'a cessé de se déprécier. Il est vrai qu'en 1918, le change et la balance subissent des fluctuations en sens opposés, mais l'énorme déficit de 1919, correspond à une amélioration du change anglais. En tous cas, l'énorme amélioration dans l'état du déficit, en 1920, correspond à une énorme dépréciation de la livre, par rapport au dollar tout au moins.

Il faut donc, croyons-nous, abandonner la théorie que le déficit commercial, voire même la balance des comptes, est la cause de la baisse des changes erratiques. Car, enfin, ce que l'on entend par balance des comptes, dans ce cas, ce ne sont pas *tous* les éléments de la balance, mais les éléments de même nature que les opérations commerciales : frêts, commissions, primes d'assurances. Les mouvements des capitaux, surtout des capitaux à court terme, et en cela leur rôle est complètement passif, viennent pour combler le vide.

Ainsi donc, même ceux qui expliquent le taux du change par la balance, c'est la balance du commerce, une balance élargie, il est vrai, qu'ils ont surtout en vue.

Malgré cela, cette théorie est très répandue et généralement acceptée sans examen. Cela s'explique fort bien. Il n'est pas douteux, en effet, que les mouvements du change, tant à la hausse qu'à la baisse, se produisent à la suite d'une rupture d'équilibre entre les offres et les demandes de devises.

En temps normal, les offres et les demandes de devises naissent à l'occasion de transactions commerciales réelles. Mais, sous un régime de cours forcé, il

en est autrement. A côté de l'offre et de la demande de devises dues aux transactions commerciales réelles, il faut tenir compte des offres et des demandes de devises dues à une origine spéculative ou autre. Ces dernières, elles aussi, entrent dans la composition de la balance des comptes, telle qu'elle se présente à tout moment. Et remarquons, en passant que si la spéculation est provoquée par le niveau du change, elle exerce aussi une grande influence sur ces mêmes cours.

En somme, cette formule de l'offre et de la demande de devises, qu'on identifie couramment avec la balance des comptes, est vide de sens tant qu'on n'explique pas pourquoi l'état de l'offre et de la demande est tel à un moment donné. L'offre et la demande d'une marchandise comme d'une devise quelconque, ne sont que la manifestation sur le marché d'une foule de conditions confuses et changeantes et dont la résultante détermine le prix sur le marché ! Ce sont ces circonstances réelles qui déterminent la valeur d'une monnaie. Il n'est pas douteux que la balance des comptes joue un rôle, et un rôle important dans la détermination du cours du change. Mais elle n'est pas la seule. D'autres circonstances peuvent entrer en jeu et venir contrarier ou renforcer le mouvement dû à la balance des comptes.

Mais le jeu de toutes ces conditions est dominé par un élément régulateur qui est la quantité de monnaie ou de pouvoir d'achat à la disposition du public et que nous aurons à étudier dans le chapitre suivant.

CHAPITRE II

L'INFLATION MONÉTAIRE, LA HAUSSE DES PRIX ET LE CHANGE

- SOMMAIRE. — I. Les Finances Publiques. Les emprunts de guerre. Leur mécanisme. L'emprunt continu. La dette flottante.
- II. — L'émission des bons du Trésor et le marché de l'escompte. Le taux de l'escompte sous un régime de cours forcé.
- III. — L'inflation bancaire. Comment elle se produit. L'émission de papier n'est que le résultat de cette inflation. Le mouvement des dépôts en banque depuis la guerre.
- IV. — La circulation monétaire depuis la guerre. *L'or et les currency-notes*. Mesures prises pour arrêter l'émission des *currency-notes*.
- V. — La hausse des prix et le change.
- VI. — Hausse des prix, change et quantité de monnaie en circulation.

Avant d'étudier l'inflation proprement dite, son influence sur les prix et le change, nous croyons indispensable de dire un mot de ce qui en fut la cause, du moins jusqu'en 1920, à savoir les finances publiques (1). Nous pourrions de la sorte nous faire en même temps, une idée du marché monétaire pendant la guerre. Ce n'est qu'une fois cette étude faite, que nous pourrions étudier l'inflation.

(1) Nous nous servons surtout de l'ouvrage de M. Georges Lachapelle. *Les Finances Britanniques*, Paris 1920.

I

Dès le 6 août 1914, M. *Asquith*, alors premier ministre, demandait au Parlement un premier *Vote of Credit* de 100 millions de livres ; un second de 225 millions fut demandé, le 16 novembre 1914, avant le vote du budget 1914-1915 (1). De sorte que le budget 1914-1915, s'est soldé par un déficit de 333.8 millions de livres. Durant la même année, on avait emprunté 407.8 millions, de sorte que la balance de l'Echiquier, se trouvait augmentée de plus de 74 millions, faisant un total de 83.4 millions au commencement de l'année financière 1915-1916. Les déficits iront, d'ailleurs en augmentant, à mesure que la guerre se prolongera. En voici les montants, en millions de livres.

Années	Revenu	Dépenses	Déficit
1914-1915	226.7	560.5	— 333.8
1915-1916	336.8	1559.1	— 1222.4
1916-1917	573.4	2198.1	— 1624.7
1917-1918	707.2	2696.2	— 1989.0
1918-1919	889.0	2579.3	— 1690.3
1919-1920	1339	1665	— 326
1920-1921 ⁽²⁾	1365.3	1131.0	+ 234.2

De sorte que la dette anglaise s'est trouvée augmentée de 7.186.2 millions de livres, du 31 mars 1914 au 31 mars 1920. Comme la nature de la dette est très importante, nous donnons ici, d'après l'*Economist*, sa

(1) L'année financière en Angleterre finit le 31 mars.

(2) Estimation budgétaire de M. *Chamberlain*.

répartition entre les différents chapitres (page 288). La dette totale s'élevait à 707.6 millions au 31 mars 1914.

Les premiers *Votes of Credit* furent obtenues par des émissions de *Treasury Bills*. Ces bons du Trésor furent offerts par la voie de l'adjudication, ce qui fait qu'avec l'aisance monétaire régnant sur le marché à la fin de 1914, l'intérêt sur ces bons ne dépassa pas 3.14 0/0 pour les bons à 6 mois. Mais dès le 17 novembre. M. *Llyod George* annonçait l'émission d'un emprunt de 350 millions de livres. Il était offert à 95 et portait intérêt à 3 1/2 0/0. Il était payable par versements successifs, le dernier versement devant être fait le 26 avril. En même temps, on annonçait que « pendant une période de plus de trois années... la Banque d'Angleterre sera disposée à faire des avances sans garantie collatérale, contre le dépôt de titres nominatifs ou au porteur de l'emprunt de guerre, pour des sommes égales au prix d'émission des titres déposés *sans marge, à un taux inférieur de 1 0/0 au taux courant de la Banque* ». L'emprunt, qui est remboursable en 1925-1928 fut un succès et le Chancelier en était, à juste titre d'ailleurs, très fier. Le second emprunt (1) eut lieu en juillet 1915. Il était de type 4 1/2 0/0, inconvertible jusqu'en 1925-1945, et émis au pair. Un droit de conversion était accordé au porteur du 3 1/2 0/0, et du consolidé 2 1/2, etc.

Enfin, les titres du nouvel emprunt seront acceptés au pair, comme paiement à toute souscription à un emprunt futur émis dans des conditions plus favorables. On pourra voir sur le graphique VI, en appendice,

(1) Cet emprunt rapporta 592 millions de livres.

Dette publique (en millions de livres)

	Août 1914	31 Mars 1915	31 Mars 1917	31 Mars 1918	31 Mars 1919	31 Décembre 1919	31 Mars 1920	31 Décembre 1920
Dette consolidée	588	504	318	318	318	315	315	315
Annuités terminables	30	28	24	22	22	19	19	19
Emprunt 3 1/2 %	—	349	63	63	63	63	63	63
» 4 1/2 %	—	—	20	16	14	13	13	13
» 4 et 5 %	—	—	1.962	2.091	2.068	2.047	2.040	2.008
Obligations nationales de guerre	—	—	—	626	1.636	1.509	1.476	1.441
Emprunt de consol. 4 %	—	—	—	—	—	409	409	407
Oblig. de la Victoire 4 %	—	—	—	—	—	360	357	358
Obligations du Trésor	—	—	—	—	—	—	—	18
Bons du Trésor	45	77	464	973	957	1.107	1.107	1.102
Bons de l'Echiquier	20	67	320	392	384	323	319	292
Certificats d'économies de guerre	—	—	74	138	227	267	274	279
Autres certificats	—	—	24	23	—	—	—	—
Autres dettes	—	—	317	936	1.241	1.306	1.181	1.164
Emprunt américain	—	—	51	51	51	51	51	—
Avances temporaires	1	—	217	192	455	243	205	306
Total	654	1.105	3.854	5.841	7.435	8.033	7.829	7.785
Autres engagements	57	57	53	49	46	46	47	47
Total général	711	1.162	3.907	5.890	7.481	8.079	7.876	7.832

l'effet de l'emprunt sur le marché monétaire, ou plus exactement sur le bilan de la Banque d'Angleterre. Les dépôts particuliers passent de la fin mai à la fin juin de 87 à 140 millions, pour retomber fin juillet à 95. Les dépôts publics passent de 81, à la fin juin à près de 180 fin juillet, pour retomber très rapidement d'ailleurs. Ces gros emprunts ne dérangent pas beaucoup le marché, car, comme on l'a vu les versements étaient échelonnés sur de longues périodes. Le versement se faisait tout simplement sur les livres de la Banque d'Angleterre; les dépôts particuliers diminuent, les dépôts publics s'élèvent. Comme ces sommes sont destinées, par l'Etat, au paiement de ses fournisseurs, — on peut même dire qu'elles servent à payer des dettes déjà contractées — elles retournent par des écritures inverses au crédit des banques de dépôts.

En effet, comme *Sir E. Holden* le faisait remarquer : « Si un emprunt doit être immédiatement libéré en entier, il y a une limite à son montant. Supposez, par exemple, qu'un emprunt doive atteindre 350 millions de livres et être libéré en entier; alors cette somme devrait être retirée des banques et versée à la Banque d'Angleterre; mais comme les réserves des banques ne dépassent guère actuellement ce montant de 350 millions, le résultat que l'on obtiendrait en payant une telle somme en entier serait préjudiciable à ces banques, parce que leurs réserves seraient épuisées jusqu'à ce qu'un temps suffisant se fut écoulé pour que les paiements de l'Etat eussent reflué, par l'entremise des hommes d'affaires et des travailleurs, jusqu'aux banques. On a résolu le problème en décidant que *les emprunts seraient libérables par versements échelonnés sur certaines périodes, de*

telle sorte que chaque versement eût le temps de passer par la Banque d'Angleterre par les maisons d'affaires, et de refluer dans les banques avant qu'un autre versement ne fût appelé (1). » Et après avoir fort heureusement, comparé le fonctionnement de ce mécanisme à la rotation d'une roue, *Sir. E. Holden* se demande quand l'Emprunt de l'Etat aboutit à l'inflation et quand il n'y aboutit pas.

Cela dépend de s'il y a ou non création de crédit. « Des crédits de banque se trouvent vraiment créés lorsque les souscriptions aux emprunts sont faites par les banques pour leur propre compte, ou lorsque des banques font des avances à leurs clients pour permettre à ceux-ci de souscrire à de tels emprunts ; en effet, *les sommes liquides prélevées sur les réserves des banques en vue de souscrire aux emprunts reviennent finalement aux banques et constituent de nouveaux dépôts* de la manière déjà décrite. Lorsque au contraire, les déposants des banques emploient leurs dépôts pour souscrire aux emprunts, les révolutions de la roue montrent que ces dépôts sont simplement transférés à l'Etat et que, après paiement effectué par l'Etat, ces sommes retournent aux *Joint Stock Banks* par l'entremise des comptes dont les fournisseurs de l'Etat sont titulaires. On ne constate ici aucune création de crédit... »

Le troisième Chancelier, *M. Bonar Law* procéda à l'émission du troisième emprunt de guerre qui porte le nom d'Emprunt de la victoire et qui fut offert en janvier 1917. Il était offert à 4 et 5 0/0 ; l'émission se faisait pour le premier type au pair et pour le second à 95. Les paiements, de même que dans les autres em-

(1) Trad. de *M. G. Lachapelle, op. cit.* pp. 243 et ss.

prunts, étaient échelonnés sur une longue période. On prévoyait un fonds de rachats pour éviter la dépréciation des titres. L'émission fut ici aussi, un très gros succès, l'argent frais — y compris les conversions des bons du Trésor, — dépassa un milliard de livres sterling.

Le dernier grand emprunt eut lieu en été 1919, et il fut loin d'être un succès. Il fut émis du 13 juin au 12 juillet ; il ne rapporta que 455 millions en argent frais et 18 millions de livres en bons du Trésor. Sur cette somme, 111 millions ont été souscrits par banques sur les sollicitations pressantes du Chancelier (1).

D'ailleurs, ces gros emprunts ont toujours eu une assez mauvaise presse, parce qu'on leur reprochait de créer des dépôts en banque, et par conséquent de l'inflation alors que les émissions de bons du Trésor, de bons de l'Echiquier, de *National War Bonds* n'étaient pas accompagnées de pareils dangers. C'est M. *Drummond Fraser* qui s'est fait surtout le champion de ce qu'on a appelé « l'emprunt continu. » (2) Les dépenses de 1916 furent presque entièrement obtenues par ce moyen, et c'est surtout à l'émission d'obligations à court terme qu'on eut recours après le troisième emprunt de la Victoire. Le 1^{er} octobre 1917 on ouvrit la campagne pour l'émission des *National War Bonds* dont les échéances tombaient le 1^{er} octobre 1922 (5 0/0 à 102) ; 1924 (5 0/0 à 103) ; 1927 (5 0/0 à 105) ; 1927 (4 0/0 au pair exempté de l'*income-tax*).

Nous mentionnerons enfin les « autres dettes » qui

(1) *Lachapelle, op. cit.* p. 307.

(2) Cf. *H. S. Foxwell. Papers on Current Finance.* pp. 240 et ss.

ont atteint leur maximum du 31 décembre 1919 et dont une partie a été repayée en 1920. Il s'agit là des dettes contractées par le gouvernement anglais à l'étranger. Au même groupe, appartient l'emprunt américain de 1915 et qui a été remboursé l'année dernière.

Il nous reste maintenant à parler de la dette flottante qui n'a pas cessé d'augmenter depuis la guerre, même pendant l'année finissant le 31 décembre 1920.

Le montant total de bons du Trésor a la fin de 1920, s'élevait à 1102 millions, inférieur de cinq millions au chiffre atteint à la fin de l'année 1919. Par contre les avances de la Banque d'Angleterre sont supérieures de 31 millions, faisant un total de 87.2 millions; et les avances par d'autres départements gouvernementaux sont supérieures de 31.5 millions également, faisant un total de 218.7 millions. En somme la dette flottante a augmenté durant cette période de 58.8 millions. Elle se monte au 31 décembre 1920, au chiffre de 1.408.1 millions de 16 millions seulement qu'elle était en août 1914.

Comme les émissions de ces bons du Trésor, est intimement liée à la situation du marché de l'escompte, nous allons rapidement en faire l'historique depuis la guerre.

II

Le tableau suivant, que nous établissons d'après les renseignements donnés par l'*Economist* dans ses chroniques semestrielles du marché monétaire, donne, en un raccourci saisissant, toute l'histoire de ce marché depuis la guerre.

Les chiffres représentent les taux en livres, shillings et pence pour cent livres de capital.

Le marché monétaire depuis la guerre

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920
<i>Taux officiel :</i>							
1 ^{er} semestre	4 — 0 — 9	5 — 0 — 0	5 — 0 — 0	5 — 6 — 0	5 — 0 — 0	5 — 0 — 0	6 — 8 — 5
2 ^e semestre		5 — 0 — 0	5 — 18 — 6	5 — 0 — 0	5 — 0 — 0	5 — 6 — 0	7 — 0 — 0
Nombre de changements .	huit	—	un	deux	—	un	un
Maximum	40	5	6	6	5	6	7
Minimum	3	5	5	5	5	5	6
<i>Taux du Marché :</i>							
1 ^{er} semestre	2 — 17 — 7	2 — 9 — 0	4 — 17 — 5	4 — 16 — 7	3 — 13 — 0	3 — 10 — 0	6 — 2 — 2
2 ^e semestre		4 — 19 — 3	5 — 11 — 0	4 — 15 — 9	3 — 10 — 5	4 — 17 — 9	6 — 13 — 8
<i>Taux des dépôts :</i>							
1 ^{er} semestre	1 — 14 — 7	2 — 0 — 0	3 — 10 — 0	4 — 0 — 0	3 — 2 — 0	3 — 0 — 0	4 — 8 — 7
2 ^e semestre	2 — 10 — 0	3 — 4 — 1	3 — 18 — 9	4 — 0 — 0	3 — 0 — 0	3 — 7 — 9	5 — 0 — 0
<i>Prêts à très court terme :</i>							
1 ^{er} semestre	2 — 4 — 3	1 — 12 — 11	4 — 5 — 11	4 — 11 — 0	3 — 6 — 2	3 — 4 — 7	4 — 16 — 0
2 ^e semestre		4 — 3 — 9	4 — 19 — 6	4 — 5 — 11	3 — 4 — 11	3 — 14 — 7	5 — 11 — 2

Nous avons déjà vu comment, au début de la guerre, le taux officiel fut élevé rapidement de 3 à 10 0/0 et comment aussi rapidement, en deux étapes, il fut ramené à 5 0/0. Comme bien on pense, ce taux de 5 0/0 était loin de représenter la réalité de la situation et la grande aisance monétaire qui régnait alors sur le marché et dont nous avons étudié déjà, les causes. Les prêts à court terme se paient couramment à 1 ou 2 0/0 et le taux du marché libre est inférieur de beaucoup à la marge habituelle qui le sépare du taux officiel. En conséquence, les banques qui paient habituellement à leurs déposants un taux de 1 1/2 0/0 au-dessous du taux officiel, sont obligées d'élargir cette marge.

Le taux officiel resta à 5 0/0 durant toute l'année 1915. Le taux du marché par contre fut très aisé durant les cinq ou six premiers de l'année. Puis après l'émission de l'emprunt, et avec la baisse du change et les exportations de l'or, les taux se raffermirent. Il y eut ainsi un rapprochement marqué entre le taux officiel et le taux du marché.

Mais, ce qui surtout aida à l'obtention de ce résultat, ce fut le nouveau mode d'émission des bons du Trésor, à partir du mois d'avril.

Au lieu d'offrir les bons par voie d'adjudication, ce qui provoquait un avilissement, du taux de l'argent, on se résolut à fixer quotidiennement les taux et le montant souscrit à ces taux n'était pas réductible. De la sorte, le gouvernement qui était le plus gros client — on peut même dire le seul — pouvait fixer le minimum du taux de l'escompte. Et c'est effectivement sur le taux des *Treasuries* que, dorénavant, le marché se règlera. Offerts d'abord à 2 3/4 0/0, pour les bons à

3 mois, ils furent amenés, en trois étapes à 5 0/0 le 12 novembre. Autant dire que le taux officiel devenait effectif.

En 1916, le taux officiel fut porté à 6 0/0, le 13 juillet. Nous avons vu quelles étaient les raisons de cette hausse. C'est, croyons-nous, la dernière tentative de la politique du *dear money*. Nous avons dit, aussi, pourquoi cette tentative était vouée à l'insuccès tant que l'inflation suivait son cours. Quoi qu'il en soit, dans le courant d'octobre, on émit les bons de l'Echiquier 6 0/0 et qui sont venus à échéance en 1920. Cette émission, qui se capitalisait à un taux aussi élevé, eut un effet déplorable sur les cours des valeurs à revenus fixes et était manifestement une erreur. Comme pendant à cette politique d'élévation des taux, caractéristique de l'année 1916, la Banque d'Angleterre offrit aux banques de dépôts de leur emprunter tout leur surplus au taux de 5 0/0.

L'année 1917, contrairement à l'année 1916, marqua une tendance très nette vers une politique de baisse de l'argent. Après qu'on eût annoncé la conclusion d'un emprunt en Amérique, le taux officiel fut ramené à 5 1/2 0/0, et, après l'entrée en guerre de l'Amérique, à 5 0/0.

En janvier, on arrêta l'émission des bons du Trésor, à cause de l'émission du 3^e Emprunt de la Victoire. Ceci eut pour résultat d'abaisser le taux de l'escompte de 5 1/2 à 5 0/0. Cependant, avec l'émission de l'emprunt, le taux se raffermir un peu à 5 1/8 0/0. Mais, lorsqu'après l'emprunt, la Banque d'Angleterre réduisit le taux offert par elle aux banques à 4 1/2 0/0, le taux du marché baissa. En mars, cependant, grâce à une

émission de 50 millions de bons du Trésor à $4 \frac{3}{8}$, le taux de l'escompte est de $4 \frac{5}{8}$. D'avril à juin, on combina les deux modes d'émission des bons du Trésor : au système de l'adjudication, auquel on renonça en juin, on combina le système d'une émission hebdomadaire au prix de $4 \frac{5}{8}$. Au moment où on abandonna le système de l'adjudication, le taux fut baissé d'un huitième à $4 \frac{1}{2} 0/0$.

En même temps, la Banque d'Angleterre baissa le taux offert aux banques à $4 0/0$ pour les banques faisant partie de la chambre de compensations et à $3 \frac{1}{2}$ pour les autres banques. Mais cette baisse n'indiquant nullement une abondance de fonds, les banques ne baissèrent pas le taux de leurs dépôts au public, et en juillet, on éleva le taux des bons du Trésor à $4 \frac{3}{4} 0/0$, ce qui porta le taux de l'escompte à $4 \frac{13}{16}$.

Le grand argument des partisans des taux élevés était que l'argent cher tendait à rendre plus fermes les taux du change, soit en occasionnant de nouveaux dépôts étrangers, soit en empêchant les anciens d'être rapatriés. Cet argument est assez faible quand il s'agit de cours forcé, mais on ne voulait pas croire encore à la dépréciation de la livre. En tous cas, ceux qui étaient opposés à une politique de taux élevés faisaient remarquer que si la Banque d'Angleterre offrait de taux préférentiels à l'argent étranger, le problème était résolu et on pouvait s'embarquer sans crainte dans la voie de taux peu élevés. C'est ce qu'on fit en novembre 1917. Ceci permit de faire baisser de $\frac{3}{4} 0/0$ le taux des bons du Trésor, à $4 0/0$.

L'année 1918 fut aussi une année de taux peu élevés. Le taux officiel ne changea pas à $5 0/0$. A la suite de la

différentiation des taux payés pour les dépôts nationaux et les dépôts étrangers on ramena le taux offert aux banques à 4 puis à 3 1/2 0/0, le 14 février, alors que l'argent étranger recevait toujours un intérêt de 4 1/2 0/0.

Ceci permit de rabaisser le taux payé sur les bons du Trésor à 4, puis à 3 1/2 0/0, le 14 février. En outre, dans le but d'encourager les souscriptions aux *National War Bonds* on obtint des banques de ne pas allouer plus de 3 0/0 sur leurs dépôts.

Avec la fin de la guerre et le retour graduel à des conditions plus normales, le marché se libère, petit à petit du contrôle despotique de la Trésorerie.

Déjà en janvier 1919, la Banque d'Angleterre annonce qu'elle n'accordera plus le taux préférentiel de 4 1/2 0/0 pour les fonds belges, français et italiens. Le but de cette mesure était de ne pas attirer ces fonds, artificiellement, car ces devises avaient une forte tendance à la baisse sur les marchés neutres. D'ailleurs, c'était une mesure préalable à la levée du contrôle sur le marché des changes. En octobre, on étendit cette mesure à tous les fonds étrangers. Entre temps, en juillet, il fut décidé que la Banque d'Angleterre n'accordera plus un taux d'intérêt pour les fonds déposés chez elles par les banques faisant partie de la Chambre de Compensations.

Le taux officiel fut de 5 0/0 durant toute l'année jusqu'au 6 novembre, époque à laquelle il fut porté à 6 0/0. Les bons du Trésor furent offerts à 3 1/2 jusqu'au 31 mai au moment de l'émission de l'emprunt de consolidation. L'émission fut reprise en août au

même taux pour les bons de trois mois, à 4 0/0 pour les bons à six mois.

Vers la fin de septembre, il y avait une tendance manifeste à une tension monétaire. Les demandes commerciales étaient très lourdes et le gouvernement avait de fortes échéances dans les premières semaines d'octobre.

Il est naturel, dans ces conditions, que les taux aillent en s'élevant. Il semble, cependant, que le gouvernement hésitait à s'engager dans une politique de taux élevés de l'argent. Il en résultait que le public hésitait à souscrire aux bons du Trésor aux taux offerts, ce qui obligeait le gouvernement à avoir recours à la Banque d'Angleterre, créant ainsi une aisance « artificielle » sur le marché monétaire. En fin de compte, le gouvernement se décida à élever les taux à 5 0/0 le 6 octobre et à 5 1/2 le 7 novembre. La veille la Banque d'Angleterre avait porté son taux à 6 0/0.

Mais les craintes de nouvelle hausse du taux de l'argent n'avaient pas diminué et ni les banques ni le marché ne voulaient acheter de traites venant à échéance après la fin de l'année. La demande pour les lettres de change à échéance fin janvier était si grande, qu'on n'arrivait pas à la satisfaire (2). Aussi pour éviter un arrêt complet dans le mécanisme de l'escompte, la Banque d'Angleterre escompta, à partir du 1^{er} décembre, au taux officiel, des traites à 2 ou plus de mois. En outre, sa réserve d'or se trouva augmentée

(1) Cf. *Times*, 25, 26 et 29 septembre 1919.

(2) Cf. *Times*, 6, 12, 19.

subitement, de quatre millions, ce qui calma un peu les craintes, en montrant qu'on épuiserait tous les moyens avant d'arriver au moyen héroïque de la hausse du taux de l'argent.

On a fortement critiqué le gouvernement d'avoir maintenu sa politique de taux élevés, et de n'avoir pas su profiter de l'opportunité qui lui était offerte avant la période de spéculation qui commença en 1919. « La possibilité de taux élevés ou de taux bas était entièrement entre les mains du gouvernement. Des taux inférieurs, tout de suite après l'Armistice, auraient probablement épargné au pays de larges sommes dépensées en intérêts sur les dettes de l'Etat. En même temps, on aurait assisté à une hausse des titres gouvernementaux, ce qui aurait permis d'entreprendre des opérations de consolidation à une date plus rapprochée que cela n'est possible actuellement. De même, nous aurions pu de la sorte, arriver plus tôt à faire face aux dépenses au moyen des revenus. La politique des taux élevés n'a profité à personne, car elle n'a pas servi à maintenir les changes pas plus qu'à décourager la spéculation. La spéculation a eu pour résultat d'absorber tout le surplus de crédit existant alors entre les mains du public, de sorte que le gouvernement — agissant, peut-être, sous l'influence d'une pression étrangère (la Banque d'Angleterre ?) — a perdu une occasion unique » (1).

De même, M. *Mc Kenna*, qui a succédé à Sir *E. Holuden* à la direction de la *London Joint City and Midland Bank*, a insisté sur ce fait qu'une hausse du taux de l'escompte,

(1) M. *F. C. Goodenough*, à l'Assemblée du 28 janvier 1920 du *Barclays Bank*.

dans les conditions actuelles, ne peut avoir des effets aussi énergiques qu'avant la guerre. « Le gouvernement a été, et sera encore, un gros emprunteur, quel que soit le taux officiel. La hausse du taux de l'escompte déprécie tous les titres gouvernementaux existants, ce qui rend très difficiles les appels au public. Comme suite à cela, le gouvernement est obligé de recourir à la Banque... Le but d'une élévation du taux est d'empêcher les demandes d'avances en les rendant plus chères, et par suite, de diminuer les dépôts et l'émission de monnaie ; mais quand l'emprunteur est un gouvernement qui peut emprunter quel que soit le taux, qui, en outre, a le pouvoir d'obliger la Banque d'Angleterre de lui ouvrir les crédits voulus, une élévation du taux de l'escompte non seulement ne répond pas au but qu'on s'est proposé, mais aboutit à des résultats contraires. Jusqu'à ce que le gouvernement ait cessé d'emprunter, le taux officiel ne peut produire son effet normal. De plus, il faut observer que ces considérations s'appliquent avec autant de force quand les appels de crédit adressés à la Banque d'Angleterre par le gouvernement ont pour but, ne sont pas faits pour obtenir des fonds, mais pour payer des dettes lorsqu'elles ne sont pas renouvelées par le public ou les banques à leur échéance » (1).

Et, en effet, l'existence d'une énorme dette flottante met le gouvernement et la Banque à la merci du marché. Si par la hausse des taux, on veut diminuer la masse de crédit que le marché peut demander, ce dernier n'a qu'à ne pas renouveler les bons du Trésor venant à échéance. Le gouvernement sera obligé de

(1) Assemblée du 29, 1, 1920.

s'adresser à la Banque d'Angleterre, et on sait que cette forme d'avances, est la plus désastreuse au point de vue de l'inflation. Une aisance monétaire s'en suivra, et pourra obliger la Banque et l'Etat à renoncer à leur politique de taux élevés.

Cela est très juste, mais jusqu'à un certain point seulement. En agissant de la sorte, le marché peut obliger la Banque à relâcher un peu les rênes, mais, il ne pourra pas profiter, de l'aisance qui s'en suivra, si l'émission de monnaie est, par ailleurs, limitée. En effet, les banques ne pourront pas augmenter leurs crédits sans voir la proportion de leur réserves à leurs engagements à vue diminuer, à moins qu'elles n'obligent le gouvernement et la Banque à renoncer à la limitation de l'émission, par une politique aveugle et contraire à leurs intérêts comme à ceux du pays tout entier. Elles ont été — et c'est tout à leur honneur — les premières à demander un contrôle effectif de la circulation (qu'on lise, à ce propos, les fortes paroles de M. *Goodenough* et de M. *Mc Kenna* aux Assemblées générales de leurs banques) et on ne comprendrait pas qu'elles en viennent à y renoncer aussi facilement. En réalité, une politique qui limiterait l'émission de monnaie sera suivie nécessairement par des taux élevés de l'argent. Et remarquons-le en passant, il n'est pas nécessaire pour cela qu'il y ait une réduction effective de la circulation ou des dépôts en banques : il suffit que l'accélération de l'émission se ralentisse. A ces remarques, en partie justes, en faveur des taux peu élevés, les partisans de la hausse répondaient, que la hausse du taux de l'escompte est d'autant plus indispensable qu'on désire un retour plus rapide au régime

de l'étalon-or. « Il est inutile, écrit M. le Prof. *Pigou*, de comprimer l'expansion du crédit due aux appels du gouvernement si, par ailleurs, le taux de l'argent est assez faible pour compenser une réduction des crédits gouvernementaux par une augmentation des crédits à l'usage des particuliers. A moins que le volume total de l'expansion du crédit ne soit arrêté, il sera impossible d'arrêter la hausse des prix, de maintenir la limite de l'émission fiduciaire des *currency-notes*, ou de faire hausser le change américain à un taux raisonnable (1). » Quelques jours après, dans une seconde lettre au *Times*, le savant professeur revenait plus longuement sur le même sujet et faisait remarquer que le meilleur moyen de rétablir le change américain était de faire baisser le niveau des prix en Angleterre ce qu'on ne pourra obtenir que par une réduction du volume des crédits, et, par conséquent, qui rend possible, une réduction de la quantité de monnaie en circulation. Cela peut, certes, être obtenu, sans une hausse du taux de l'escompte, par une politique volontaire de restrictions des avances, de la part des banques. A la place du frein automatique qu'est le taux élevé, on substitue un « frein humain » qui sera sans doute moins effectif.

Il est vrai que les intérêts payés par le gouvernement seront plus élevés, lorsque le taux sera élevé, mais ce n'est là qu'une apparence.

Les prix baisseront, sous l'influence de la hausse du loyer de l'argent, et, en conséquence, les dépenses de l'Etat, s'en trouveront diminuées. En conséquence, M. *Pigou* demandait un taux effectif de 8 0/0 (2).

(1) Lettre au *Times*, 12 fév. 1920.

(2) Il est curieux que cette hausse du taux de l'argent, sous un

Quoi qu'il en soit de ces discussions, l'année qui vient de se terminer fut une année de taux élevés. Et nous n'hésitons à y voir le résultat heureux de la limitation de l'émission fiduciaire des *currency-notes*. Le taux de l'escompte fut porté à 7 0/0, le 15 avril. La veille, on avait porté le taux des bons du Trésor à 3 mois de 5 1/2 0/0 à 6 1/2. Le taux du marché ne s'éloigna pas beaucoup de 6 1/2, comme on pourra le voir par notre tableau. L'aisance régna généralement, excepté durant les époques de grosses échéances, à la fin des trimestres, etc., par exemple.

régime de papier inconvertible, n'ait pas été envisagée par la Commission Cunliffe. Dans le paragraphe 18 de l'*Interim Report*, on recommande l'usage du taux de l'escompte lorsque les changes sont adverses et qu'une exportation d'or a lieu. Le rapport ajoute : « On ne peut dire si cela sera nécessaire immédiatement après la guerre : il n'y aura lieu à en user que si les prix, ici, sont sensiblement plus élevés que les prix-or sur le marché international. Il semble qu'ils le sont actuellement, mais si l'expansion du crédit à l'étranger, continue aussi rapidement, il n'en sera, peut-être, plus ainsi. » On voulait dire, probablement, par là que si la guerre continuait, l'Amérique et les neutres auront de plus en plus recours à l'inflation au point d'atteindre la dépréciation anglaise. Le rapport est signé, en effet, du 15 août 1918.

De même, dans le paragraphe suivant, qui recommande la cessation des taux préférentiels accordés aux fonds étrangers, le rapport dit que cette différenciation des taux, par cela même, qu'elle tend à garder le taux national peu élevé, décourage les exportations et encourage les importations.

Pour cette question du taux de l'escompte, on peut consulter avec fruit le mémoire de M. G. Vissering pour la Conférence Internationale Financière de Bruxelles, et reproduit dans *Rev. Econ. Inter.* d'octobre 1920, pp. 483-488 et voir la résolution assez vague de la conférence, p. 505. « Tant que le crédit ne pourra pas être réglé seulement par l'influence normale du taux de l'intérêt, il ne devrait être consenti que pour satisfaire à de véritables besoins économiques. »

La dette flottante gêna considérablement, cependant, la politique de la Banque. On a essayé de la réduire par une émission d'obligations du Trésor, portant intérêts à un taux variable et dépendant du taux officiel, mais l'émission n'avait rapporté que 18,5 millions, à la fin de 1920.

Aussi la Trésorerie était engagée très activement, vers le milieu de l'année, à rechercher des moyens pour obtenir la réduction de la dette flottante. On a parlé d'un impôt sur le capital (*Capital Levy*) et certains économistes, comme M. *Pigou*, étaient partisans convaincus de cette solution. Mais devant la forte opposition du monde des affaires et de l'agitation au sein du Parlement, on dut y renoncer. On parla pendant quelque temps encore d'un emprunt forcé (1), mais devant la crise industrielle on dut renoncer à ces moyens héroïques; on se demanda même si on n'avait pas été trop vite dans la voie de la déflation, et on reparla de nouveau de la suppression de l'*E. P. D.* l'impôt sur les bénéfices excessifs qui correspond à l'impôt sur les bénéfices de guerre français.

III

Maintenant que nous avons étudié les finances gouvernementales, et la dangereuse méthode de finance qui consiste à augmenter, sans répit, la dette flottante, il nous sera relativement aisé de saisir la cause de l'augmentation des dépôts en banque, depuis la guerre,

(1) Cf. Lettre de A. C. *Pigou*, *Times*, 7 juin 1920.

et de sa conséquence naturelle, l'augmentation de la circulation.

Les dépôts en banques d'un pays peuvent augmenter de deux façons : ou bien par un dépôt effectif de monnaie ou bien par les avances consenties par les banques à leurs clients, en comprenant sous ce mot d'avances, non seulement les escomptes, mais aussi les avances sur titres et même leurs achats de titres en vue de placer leur propre capital et leurs réserves.

En temps normal, le montant de ces avances n'est pas illimité, les banques ne pouvant laisser tomber au-dessous d'un certain chiffre la proportion de leurs réserves liquides à leurs engagements à vue.

Aussi, leurs avances ne sont, en général, consenties que pour un très court terme, trois mois, en moyenne. Supposons donc qu'un industriel, offrant de bonnes garanties obtienne de sa banque une avance. Il la dépensera en achats de matières premières, en paiements de salaires, etc.. etc. Son actif à la banque s'en trouvera diminué d'autant, mais le chiffre total des dépôts dans le pays restera le même, car les sommes ainsi dépensées reviennent à leurs caisses, après un temps plus ou moins long. Une fois, que notre industriel a vendu son produit, il pourra rembourser le prêt et le chiffre total des dépôts dans les banques reviendra à son montant primitif.

Ce processus se renouvelle constamment de sorte que le niveau des dépôts des banques est sensiblement stationnaire, lorsqu'on le compare d'une année à l'autre.

Voyons maintenant ce qui s'est passé pendant la guerre. Le gouvernement a commencé par em-

prunter au public les moyens de faire face à ses dépenses.

D'où, une première opération, qui n'a pas pour résultat de diminuer le montant des dépôts, mais simplement de les transférer, du crédit des particuliers au crédit de l'Etat. L'argent, ainsi obtenu par l'Etat, est dépensé par lui en achats de matériel, etc ; et revient aux banques, au crédit de ses fournisseurs. Tant qu'il en est ainsi, tant que les dépenses de l'Etat sont obtenues directement du public, le chiffre des dépôts en banques restera sensiblement constant.

Mais à côté de cette méthode, qui est anodine, l'Etat peut avoir recours à deux autres. Il peut recourir, directement ou indirectement, soit aux Banques de dépôts, soit à la Banque d'Angleterre. Voyons comment le processus a eu lieu. Et d'abord, pour les banques de dépôts. Sir *E. Holden* remarquait (1) que l'Etat avait emprunté au 31 décembre 1916, plus de 3 milliards de livres, alors que les dépôts dans les banques ne dépassaient pas 1.100 millions au début de la guerre. Cela a pu se faire, avons-nous vu, grâce à l'échelonnement des versements aux souscriptions.

S'il eût fallu payer, d'un coup, les 300 ou 400 millions de livres souscrits aux emprunts, les banques se seraient trouvées allégées de toutes leurs réserves, pendant un certain temps, tout au moins. En effet, ces réserves ne leur seraient revenues que, peu à peu, à mesure que l'Etat réglait ses fournisseurs.

Ceci dit, on conçoit que si le public souscrivait aux

(1) Discours à la *London City and Midland Bank*. du 27, 1, 1917, traduit par *G. Lachapelle*, *op. cit.* pp. 243 et ss.

emprunts au moyen des dépôts, ceux-ci ne pourront pas augmenter. Les dépôts resteront sensiblement au même niveau, une fois que l'emprunt aura été dépensé par le gouvernement. Cela n'empêchera pas cependant qu'à chaque rotation de la roue, pour employer l'expression de *Sir E. Holden*, la dette de l'Etat se trouvera augmentée du montant des dépôts effectifs payés en souscriptions aux emprunts.

Mais, en général le public souscrit pour plus que ne lui permettent ses moyens liquides immédiats. Il aura recours aux banques qui lui prêteront l'argent nécessaire, suivant que leurs réserves seront plus ou moins fortes. Et ici, nous arrivons au troisième mode d'emprunt : l'Emprunt à la Banque d'Angleterre.

Nous avons vu, en effet que les réserves des banques des dépôts consistent en monnaie légale mais aussi, en grande partie, en leurs disponibilités à la Banque d'Angleterre qui figurent, sur le bilan de cette dernière, au chapitre intitulé « *other deposits* ». Or, ces disponibilités se trouveront accrues toutes les fois que la Banque aura consenti une avance au gouvernement.

La Banque crédite, dans ce cas, l'Etat du montant de l'avance et les *public deposits* s'en trouveront augmentées d'autant ; cette augmentation est compensée par une augmentation correspondante du chapitre intitulé : titres du gouvernement. Ce dernier paie ses fournisseurs en un chèque sur la Banque d'Angleterre. Les banques de ces fournisseurs créditent ces derniers du montant de leurs chèques ; la contre-partie figurera sur leurs livres, au chapitre : caisse. Comme nous avons vu qu'une augmentation du montant de l'encaisse leur permet d'augmenter

plusieurs fois autant le chiffre de leurs avances — et par conséquent, de leurs dépôts —, on conçoit que l'emprunt à la Banque d'Angleterre est, peut-on dire, la source de tout le mal.

En temps normal, les emprunts faits par l'Etat, à la Banque d'Angleterre, sur le crédit des Voies et Moyens (*Ways and Means.*) étaient insignifiants, et en tous cas étaient constamment payés et renouvelés. Il n'en est plus de même depuis la guerre. Ces avances ne sont plus temporaires que de nom et leur montant peut s'élever à un chiffre respectable comme on peut le voir par le tableau de la dette, que nous avons donné page 288 (1).

Jusqu'ici, nous n'avons pas eu à nous occuper de la quantité de monnaie. L'inflation est purement bancaire. L'augmentation du pouvoir d'achat du public aurait pu avoir lieu, tout au moins, à ses débuts, sans aucune émission de monnaie (2). N'empêche que cette émission est une condition essentielle de la possibilité d'une augmentation continue du pouvoir d'achat. Les banques de dépôts n'ont pu augmenter leurs avances, que parce que leurs réserves se sont trouvées enrichies de toutes les ouvertures de crédits à l'Etat par la Banque d'Angleterre. Mais cette dernière n'a pu se permettre ses largesses au gouvernement que parce qu'elle était

(1) Les avances temporaires comprennent outre les crédits alloués par la Banque, les crédits alloués par les services publics. Au 31 décembre dernier, les avances de la Banque s'élevaient à 87.2 millions de livres ; celles des services publics à 218.7.

(2) Nous parlons au conditionnel car, en réalité, l'émission de papier eut lieu, tout de suite à la déclaration de la guerre par suite des mesures prises par le gouvernement et la Banque d'Angleterre pour venir en aide aux autres banques.

assurée, à tout moment, de pouvoir rembourser ses billets et ses dépôts en *currency-notes* et cela sans toucher à sa réserve bancaire. Supposons, en effet, que le public, pour une raison ou pour une autre, demande aux banques le remboursement de ses dépôts. Celles-ci s'adresseront à la Banque d'Angleterre pour obtenir les moyens de paiement nécessaires. En temps normal, ceci aurait eu une répercussion instantanée sur la réserve de la Banque, avec, éventuellement, une hausse du taux officiel. Actuellement, la Banque peut tout simplement virer le montant demandé, du compte des banques des dépôts à celui des *currency-notes*, sans que la réserve de la Banque ait été touchée d'aucune façon.

C'est ce qu'exprime fort bien, le rapport de la Commission *Cunliffe* (1) : « Le grand accroissement du volume des dépôts en banque, signe d'une augmentation correspondante de pouvoir d'achat et, en conséquence, cause, avec d'autres circonstances, d'une grande hausse des prix, a déterminé une demande de monnaie à pouvoir libératoire, qui n'aurait pu être satisfaite sous le régime des restrictions sévères imposées par l'Acte de 1844. Les fournisseurs sont obligés de tirer des chèques pour le paiement de leurs salaires eux-mêmes accrus par suite de la hausse des prix. C'est pour faire face à ces demandes que les émissions de *currency-notes* ont eu lieu, sans cesse. Les banques, au lieu de les obtenir par voie d'avances par la Banque d'Angleterre (2)... ont pu le faire, directement, au

(1) *First interim, etc.* § 11 et note au § 10.

(2) D'après les dispositions du *Currency and Bank Notes Act*, 1914.

moyen du transfert d'une partie de leur avoir à la Banque d'Angleterre au crédit du compte *currency-notes* ; de la sorte, la circulation continua à s'accroître. Par la suite, le gouvernement empruntait la balance ainsi transférée, en y substituant ses titres. En fait, les banques ont la possibilité de convertir, à volonté leur avoir à la Banque d'Angleterre... en monnaie à pouvoir libératoire sans qu'il s'en suive un retrait de billets de la réserve de la Banque et le recours obligé aux moyens normaux de sauvegarde contre l'expansion excessive du crédit, ainsi que cela aurait dû se produire dans les conditions d'avant-guerre. De la sorte, des moyens de paiement légaux sont, sans cesse, créés, non contre de l'or, comme auparavant, mais contre des titres gouvernementaux... L'émission non limitée de *currency notes*, en échange des crédits à la Banque d'Angleterre, est à la fois une conséquence et une condition essentielle des méthodes auxquelles le gouvernement a cru nécessaire de recourir pour payer ses dépenses de guerre ».

Voyons, donc, dans quelle mesure, ces méthodes ont transformé le bilan des banques de dépôts.

Nous emprunterons encore le tableau suivant à l'*Economist* (1). Ce tableau donne les principaux chapitres des plus importantes des banques de dépôts

(1) *Banking Number*. Octobre 1920. Les chiffres se rapportent aux banques suivantes : Bank of Liverpool et Martin's ; Barclays et London, Provincial and South Western ; Coutt's ; Glyn Mills ; Llyods and Capital and Counties ; London Joint City and Midland ; London County, Westminster and Parr's ; Manchester and County ; Manchester and Liverpool ; National Provincial and Union Sheffield Banking ; Union of Manchester : Williams Deacons.

Situation des grandes banques au 30 Juin de chaque année, en millions de livres.

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920
Capital et réserves %	70.6 <u>8.2</u>	71.9 <u>6.8</u>	73.5 <u>6.6</u>	73.3 <u>6.2</u>	76.3 <u>5.1</u>	95.5 <u>5.0</u>	118.0 <u>5.7</u>
Acceptations, etc %	37.6 <u>4.4</u>	33.2 <u>3.2</u>	43.4 <u>3.9</u>	39.9 <u>3.4</u>	42.0 <u>2.9</u>	62.1 <u>3.2</u>	87.8 <u>4.2</u>
Dépôts. %	751.0 <u>87.4</u>	947.6 <u>90.0</u>	992.1 <u>89.5</u>	1073.2 <u>90.4</u>	1355.7 <u>92.0</u>	1761.9 <u>91.8</u>	1867.4 <u>90.1</u>
Encaisse et Banque %	116.7 <u>13.5</u>	211.7 <u>20.2</u>	189.3 <u>17.0</u>	193.7 <u>16.2</u>	256.9 <u>17.4</u>	341.2 <u>17.8</u>	300.9 <u>14.4</u>
Portefeuille titres. %	115.4 <u>13.4</u>	173.8 <u>16.4</u>	300.6 <u>27.0</u>	280.5 <u>23.6</u>	297.8 <u>20.3</u>	340.2 <u>17.8</u>	385.2 <u>18.6</u>
Escomptes, Avances et ar- gent au jour le jour %	573.6 <u>66.9</u>	618.5 <u>58.8</u>	559.3 <u>50.6</u>	656.8 <u>55.5</u>	861.8 <u>58.5</u>	1163.4 <u>60.5</u>	1281.5 <u>61.9</u>

Notes. — Les chiffres soulignés représentent les pourcentages de l'ensemble du passif.

de Londres et de la province, en même temps que de quelques grandes banques qui correspondraient à la « haute banque » parisienne.

Comme on le voit, les dépôts, ont été sans cesse en augmentant : ils ont plus que doublé de juin 1914, à la veille de la guerre, à juin 1920 : de 751 ils ont passé à 1.867.4 millions. Les accroissements (1) *annuels* ont été 26 0/0 en 1915 ; de 4.6 0/0 en 1916 ; de 8.1 0/0 en 1917 ; 26.3 0/0 en 1918 ; 29.9 0/0 en 1919 et 5.9 0/0 seulement en 1920. Ainsi donc la plus grosse augmentation eut lieu dans l'année qui suivit la fin de la guerre.

Un chapitre des plus intéressants est celui de la réserve. Cette réserve a augmenté de 269.8 millions dans la période 1914-1920. Elle a été, sans cesse en augmentant jusqu'en 1920, où elle subit une forte baisse de 40 millions de livres. Aussi, la proportion de la réserve au passif total qui n'a cessé de s'accroître durant la guerre (2), atteint de nouveau en 1920 son niveau d'avant-guerre, qui n'était guère excessif. Les banques sont donc à la limite de l'expansion de leur crédit, et il ne faut pas chercher ailleurs la cause de l'arrêt dans l'inflation bancaire.

On remarquera aussi que l'augmentation de 1116.4 millions dans les dépôts est dûe jusqu'à concurrence de 707 millions au portefeuille escompte, avances, etc. ; et de 270 millions au portefeuille titres.

Ces banques sont loin de représenter le total des banques du Royaume-Uni. On peut cependant se faire une idée de la masse de dépôts en Angleterre en tenant

(1) Les pourcentages sont par rapport à l'année précédente.

(2) Sauf pendant l'année 1915, qui fut, comme nous l'avons déjà vu, tout à fait exceptionnelle à ce point de vue.

compte de ce fait que le total des dépôts en Angleterre — autres que les dépôts à la Banque — à la veille de la guerre, était estimé à 1100 millions de livres (1). Sur cette base, on peut estimer la masse totale des dépôts à la fin de 1920 à près de 2700 millions de livres, soit une augmentation de près de 145.4 0/0 ;

Nous allons voir maintenant quel fut l'effet produit sur la circulation par cette énorme expansion bancaire.

IV

Nous avons déjà eu l'occasion d'insister sur ce fait qu'en Angleterre, l'usage du numéraire est réduit à son strict minimum on ne s'en sert que dans les opéra-

(1) C'est le chiffre donné par Sir E. Holden dans son discours cité plus haut. Le Rapport (*Interim*) Cunliffe donne un chiffre impressionnant par sa précision : 1,070, 681 000 £. pour le 31 déc. 1914 et 1.742, 902 000 pour la même date 1917. Les banques, dont le bilan global, est donné par l'*Economist* entrent pour 70.1 0/0 dans ce total en 1914, et pour 61.5 0/0 seulement en 1917. On aurait pu s'y attendre, car à ce point de vue les petites banques sont, en général, moins scrupuleuses que les grandes. La proportion serait cependant plus forte si on tenait compte de ce que le chiffre de l'*Economist* est pour le mois de juin 1917, six mois avant le chiffre donné par la Commission Cunliffe. Si sur cette base de 60 0/0, nous calculons le chiffre total des dépôts, nous arrivons aux résultats suivants : 2936.3 pour 1919 et 3112.3. M. Mc Kenna dans son discours de janvier 1920, donne un chiffre de 2 300 millions seulement. Ce qui semble un peu faible. En effet, en calculant le chiffre total des dépôts sur la base 70 0/0, on a les chiffres suivants 2517 et 2667.7. On peut donc donner comme plus probables, les chiffres de 2500 et 2700.

tions de détail de la vie journalière. La circulation était surtout composée de monnaies d'or et des monnaies d'appoint en argent et en billon. Les billets de banque — dont la plus petite coupure étant de cinq livres — ne circulaient pas beaucoup en dehors des champs de course, assure-t-on. Ils allaient se loger dans les caisses des banques.

Comme toujours dans ce genre d'études, il est très difficile d'assigner un chiffre précis aux quantités de chaque monnaie circulant avant la guerre. Cependant, M. le Prof. *J. S. Nicholson* donne, à ce sujet, des renseignements très intéressants dans une étude parue au milieu de la guerre (1).

D'après le rapport de 1916 de la Commission du crédit et de la circulation de la *British Association*, on évalue la quantité d'or existant dans le Royaume-Uni au 30 juin 1914 à 161.1 millions de livres dont 78.3 en circulation dans le public et 82.8 dans les caisses des banques. L'accroissement annuel a été pour la période 1903-1910 de moins de 2 millions ; et pour la période 31 décembre 1910-30 juin 1914, de près de 14 millions.

Pour l'année finissant le 30 juin 1914, l'Angleterre a vu sa circulation d'or augmenter de 15.3 millions. A la même date, les banques possédaient la plus grosse encaisse connue et elle avait augmenté pendant l'année en considération de 13.3 millions. Ce qui fait que la circulation effective n'a augmenté que de 2 millions.

(1) *Statistical aspects of inflation. Journ. Roy. Stat. Soc.* juin 1917 et reproduit dans *War Finance*. Londres 1917, pp. 81 et ss.

Actuellement il n'y a plus d'or en circulation ; les *currency-notes* en ont pris la place. Cette substitution s'est faite graduellement, sans qu'on sache exactement quand elle fut complète. N'oublions pas, non plus, que l'émission de ces billets n'avait pas seulement pour but de remplacer l'or en circulation mais, en grande partie aussi, de permettre aux banques de fortifier leurs réserves en monnayant, pour ainsi dire, une partie de leur actif de sorte que l'on ne peut juger de la quantité d'or retirée de la circulation par la quantité de billets émis ou en circulation dans le public. D'un autre côté, on ne peut juger de la quantité d'or retirée de la circulation par l'augmentation de l'encaisse de la Banque d'Angleterre, car elle a pu s'alimenter — et, de fait, elle s'est alimentée — à d'autres sources que la circulation. D'ailleurs, l'or pour n'être plus en circulation, n'a pas cessé de remplir ses fonctions monétaires. Comme le fait justement remarquer M. *Nicholson*, il n'est pas inactif dans les caisses des banques où il a été se loger ; en leur servant d'encaisse, il remplit une fonction monétaire importante, celle de servir de base à une plus forte expansion de crédit. C'est donc à l'accroissement annuel de 15 millions — chiffre exceptionnel, d'ailleurs — d'avant guerre qu'on devrait comparer l'accroissement annuel des *currency notes* pendant la guerre et depuis l'armistice.

Voici, d'ailleurs, la quantité (en millions de livres) (p. 316) de ces billets en circulation depuis la guerre, soit dans les caisses des banques, soit dans le public.

On peut comparer les chiffres de la dernière colonne au chiffre d'avant guerre soit 1.25 et on se rendra

compte de l'avalanche de papier-monnaie qui s'est abattue sur le marché anglais, jusqu'en 1920. Pour s'en rendre compte, d'une manière aussi frappante, on n'a qu'à se reporter au graphique VI.

Billets en circulation.

	Circulation	Couverture		Rapport	Augment. mensuelle
		Or	Billets B. A.		
30 Décembre 1914	38.5	18.5	—	48 %	7.7
29 " 1915	103.1	28.5	—	27.6 —	5.3
28 " 1916	150.1	28.5	—	18.9 —	3.9
26 " 1917	217.8	28.5	—	13.0 —	5.6
31 " 1918	323.2	28.5	—	8.8 —	8.7
31 " 1919	356.1	28.5	4.0	9.1 —	2.7
29 " 1920	364.9	28.5	19.4	13.13 —	0.4

La couverture de ces billets a été, sans cesse, en diminuant, pendant la guerre. On a demandé de toutes parts une couverture plus forte, non parce que cette couverture donnait au papier sa valeur, mais parce qu'on pensait qu'on limiterait de la sorte l'émission de monnaie. En septembre 1919, M. *Goodenough* dans une lettre au *Times* recommandait une proportion minima de 10 0/0, pour commencer. Depuis quelque temps déjà, la Trésorerie avait commencé à couvrir les currency notes par des billets de la Banque d'Angleterre. Malgré cela, cependant, la proportion n'était à la fin de 1919 que de 9 0/0. Ce n'est qu'à la suite des mesures annoncées au début de 1920 que, peu à peu, on a dépassé la proportion de 10 0/0, pour atteindre à la fin de l'année 13.3 0/0.

Cette émission de *currency-notes*, est à la base de toute l'inflation anglaise. Aussi a-t-on cherché à la limiter par tous les moyens. La Commission *Cunliffe* était (1) arrivée aux conclusions suivantes : Il était impossible de fixer une limite supérieure à l'émission fiduciaire des *currency-notes*. Cependant, on devait tendre à constituer une réserve d'or de 150 millions de livres au minimum, on arrivait à ce chiffre en tenant compte de la réserve de la Banque et de la circulation avant la guerre. Jusque-là, et tant que les changes ne seront pas normaux, au moins pendant une année, il faudra procéder, avec beaucoup de soins, à une diminution de l'émission fiduciaire. Quand on commencera à procéder aux réductions, le maximum de l'émission fiduciaire d'une année deviendra le maximum *légal* de l'émission fiduciaire de l'année suivante. Pendant la période de transition, les émissions nouvelles ne se feront pas contre le dépôt de titres gouvernementaux, mais contre des billets de la Banque d'Angleterre. De plus, toutes les fois que cela sera possible, on devra s'astreindre à couvrir la circulation non couverte fiduciaire, par un dépôt de billets de la Banque. De la sorte, les demandes de moyens de paiement pèseront, comme avant la guerre, sur le département de banque de la Banque d'Angleterre.

Le rapport final, qui parut dans les derniers jours de 1919, n'apportait pas de grandes modifications à ce plan. On ne parlait plus de la réserve de 150 millions, mais on adoptait les autres recommandations. On demandait le maintien de la section 3 du *Currency and*

(1) *Interim. Rep.* §§ 35 à 44.

Bank Notes Act. 1914 qui prévoit la suspension de l'Acte de 1844, en cas de crise. Enfin, on demandait le retrait de la section 2 de l'Acte de 1914 qui reconnaissait aux banques le droit, sous certaines conditions, d'obtenir des *currency-notes* jusqu'à concurrence du cinquième de leurs dépôts.

Le gouvernement annonça, alors, qu'il acceptait les conclusions de la Commission et, pour 1920, l'émission fiduciaire maxima fut, en conséquence, fixée à 320.6 millions de livres.

Mais voyons maintenant quelle fut la marche de l'émission des billets de la Banque d'Angleterre. La quantité en circulation, comme on peut facilement s'en rendre compte en se reportant au graphique VI, n'a cessé d'aller en augmentant, surtout depuis 1917. Remarquons, d'ailleurs en passant, que vers la même époque la réserve du département de banque commence à baisser. A partir de la même époque aussi, les billets en circulation suivent un mouvement parallèle à celui de l'encaisse métallique. Avant 1917, c'est la réserve *Notes* du département de banque, qui est parallèle à l'encaisse métallique du département de l'émission. On peut en conclure que c'est à partir de 1917, que commence la demande insistante de monnaie légale. En même temps, on peut voir que c'est grâce à la possibilité pour la Banque de payer ses engagements en *currency-notes* à volonté, grâce aussi à la protection de sa réserve-or par l'embargo, que la Banque a pu, impunément, laisser tomber sa réserve bancaire presque à son niveau d'avant la guerre, alors que les autres chapitres de son bilan se sont élevés dans les mesures que l'on sait. Voici d'ailleurs la circulation

des billets de banque et leur couverture, en millions de livres.

	Circulat.	Encaisse	Proport.	"Notes"
1 ^{er} juillet 1914	29.8	38.5	129 %	27.1
30 déc. 1914	36.1	69.0	191 —	51.3
Décembre 1915	35.3	51.3	146 —	34.5
Décembre 1916	39.7	52.8	133 —	31.6
Décembre 1917	45.9	57.1	124 —	29.6
Décembre 1918	70.3	78.5	112 —	26.7
Décembre 1919	91.3	91.3	100 —	18.1
Décembre 1920	132.9	126.4	95 —	12.0

Il nous reste maintenant à dire un mot de la circulation de monnaies d'appoint. De 1909 à 1913, il a été émis pour 10.7 millions de livres de monnaies d'argent, en même temps qu'il en a été retiré pour 3 millions de monnaies frayées, soit une augmentation *nette* annuelle de 1 1/2 millions de livres. Depuis la guerre, et jusqu'à la fin de 1917 — époque à laquelle s'arrêtent nos renseignements(1) — il en a été émis pour plus près de 26 millions de livres; il n'en a été retiré que 1.2 million, soit une augmentation nette de 25 millions, pendant la période considérée ou de 6 1/4 moyenne par an. Si on tient compte de ce fait que durant la période 1909-1913, il y eut une exportation nette de près de 4 millions de livres, et que, au contraire, pendant les années de 1914-1916, il y eut une importation nette de plus de 150 mille livres, de monnaies impériales d'argent, on verra l'augmentation considérable dans la circulation de l'argent depuis la guerre.

(1) *Statistical Abstract for the United Kingdom*. Londres 1919 [Cond 491].

Il en a été de même pour les monnaie de billon. Nous renverrons le lecteur intéressé aux rapports du directeur de la monnaie, afin de ne pas trop nous surcharger de chiffres. Remarquons d'ailleurs, en passant, que ces monnaies d'argent et de billon jouent un rôle tout à fait secondaire du point de vue de leur influence sur les prix. Elles semblent plutôt reliées au mouvement des salaires, qu'à celui des prix des autres marchandises et services : c'est ce qui résulte, en tous cas, et très nettement de l'étude de M. le Prof. *Nicholson* que nous avons déjà eu l'occasion de citer.

Nous avons, maintenant, passé en revue les variations de la quantité de tous les instruments de la circulation des richesses, tant sous la forme de dépôts en banque que sous la forme d'instruments monétaires proprement dits. On nous pardonnera, peut-être, dans ces conditions, si nous ne résistons pas, nous aussi, à la tentation d'assigner un chiffre à l'augmentation de la masse du pouvoir d'achat depuis la guerre.

Le chiffre total des dépôts, au 30 juin 1914, ne devait pas s'éloigner 1070.7 millions, chiffre actuel pour le 31 décembre 1913. A la même date, le chiffre total de dépôts à la Banque d'Angleterre est de 71.6.

En outre, l'or en circulation et dans les caisses des banques, (autres que la Banque d'Angleterre) est de 123 millions, et les billets *émis* par la Banque d'Angleterre de 56.9 millions, ce qui donne un total de 1322 2. De ce total, il faut soustraire les encaisses des banques de dépôts et celle de la Banque d'Angleterre qui y figurent, déjà une fois, sous forme de dépôts. L'encaisse des banques, nous l'avons estimée à 166.7 mil-

lions (1), et celle de la Banque d'Angleterre est de 29.1, en tout 195.7. La masse du pouvoir d'achat à la disposition du pays est de 1126.5 millions, en négligeant le total des monnaies d'appoint en circulation (2).

Voyons maintenant le chiffre correspondant pour finir 1920. Les dépôts des banques, autres que la Banque d'Angleterre, nous les avons estimés à 2700 millions, plutôt plus que moins. Les dépôts à la Banque d'Angleterre sont de 191.6, les *currency-notes émis* de 357.3 et les billets de la Banque d'Angleterre de 135,1, soit un total de 3.384 millions. Les encaisses des banques des dépôts, calculées d'après le même procédé que tout à l'heure et, par conséquent, sujettes aux mêmes erreurs est de 429.8 ; celle de la Banque d'Angleterre de

(1) Le chiffre donné par l'*Economist* est 116.7 qui représente, mettons, 70 0/0 du chiffre total des banques du Royaume-Uni. Cette proportion est loin d'être exagérée. C'est le contraire qui se rapprocherait plutôt de la vérité. En effet, les banques qui ne figurent pas sur le relevé de l'*Economist* sont d'importance secondaire. Outre que les réserves de ces banques sont moindres que celles des grandes banques, une grande partie figure dans le chiffre des dépôts de ces dernières, vu l'habitude des banques, surtout des banques provinciales, de placer une partie de leurs réserves auprès des grandes banques londonniennes. En procédant comme nous le faisons, on élimine ces chevauchements de dépôts les uns sur les autres. On évite aussi la difficulté de répartir les encaisses des banques de dépôts entre leurs trois éléments : or, billets de banque, avoir à la Banque d'Angleterre.

(2) M. Mc Kenna arrivait au total de 1198 millions sans tenir compte des dépôts à la Banque d'Angleterre mais en tenant compte des monnaies subsidiaires. Notre chiffre devrait être encore réduit de la somme de billets de banque circulant en dehors des banques de dépôts et de la Banque d'Angleterre. Nous savons que cette somme est négligeable.

15.1. Enfin, il faut tenir compte des billets de la Banque servant de couverture aux *currency-notes*, soit 6.6, en tout 451.6. Le pouvoir d'achat du pays est donc de 2932.5. L'augmentation a été de 1806 millions ou, en mettant à 25 millions l'accroissement des monnaies d'appoint, (ce qui n'est guère excessif) 1830 millions, soit une augmentation de 162.5 0/0 entre les deux dates. L'index-number de l'*Economist* pour juin 1920, réduit à la base juillet 1914 égale à 100, dépasse légèrement 300, soit une augmentation de 200 0/0, ce qui, considérant la base hypothétique de nos chiffres, n'est pas un très mauvais résultat en faveur de la théorie quantitative. Il faudrait peut-être tenir compte de la diminution de T, dans la mesure de 15 0/0, ce qui nous rapprocherait sensiblement des résultats exigés par la théorie quantitative.

Nous ne nous flattons pas, avec cela, d'avoir démontré ou infirmé la théorie quantitative, mais, il nous semble que ce résultat, qui vient corroborer des calculs plus compliqués, sinon plus précis, méritait d'être retenu.

Nous allons avoir maintenant à nous occuper, plus en détail, de l'influence de cet accroissement de la circulation sur les prix et sur le change.

V

Nous ne nous attarderons pas longtemps à décrire les différents procédés imaginés par les statisticiens pour étudier les variations de la valeur de la monnaie.

Nous renverrons le lecteur intéressé aux ouvrages spéciaux qui se sont occupés de la matière (1).

Rappelons seulement qu'en supposant la valeur de la monnaie constante, la valeur de chaque marchandise est exprimée par son prix, c'est-à-dire par le nombre d'unités monétaires qu'il faut donner en échange d'une unité de marchandises. Il est clair qu'on ne peut recourir à ce procédé pour mesurer la valeur de la monnaie elle-même. Il ne servirait de rien, en effet de comparer la monnaie à elle-même. Il faudrait donc trouver une marchandise dont la valeur serait relativement stable d'une année à une autre. Les variations des prix de cette marchandise exprimeraient de la sorte les variations de la valeur de la monnaie. On a cru trouver une pareille marchandise dans le blé ou dans la journée de travail de l'ouvrier. Malheureusement ces deux marchandises, et à plus forte raison, toutes les autres, sont soumises à des variations de prix qui tiennent à des circonstances qui leur sont particulières et qui n'ont rien à voir avec la valeur de la monnaie. On a tourné la difficulté en prenant la moyenne, arithmétique, géométrique, harmonique ou toute autre des prix d'un grand nombre de marchandises. En effet, le prix, exprimé en monnaie, de toute marchandise dépend de deux ensembles de circonstances : les unes se rapportant à la monnaie en termes de laquelle est exprimé le prix ; les autres à la marchandise elle-même. Le problème de la mesure de la valeur de la monnaie est

(1) A. L. Bowley. *Elements of Statistics* ; Laughlin, *Principles* ; Arnauné, *La monnaie*, etc. ; W. C. Mitchell, *Gold prices and wages etc.*, et *Business Cycles*.

résolu si on arrive à éliminer les variations dues aux marchandises elles-mêmes. Cela pourra se faire en prenant un grand nombre d'articles et en calculant la moyenne de leurs prix : de la sorte les variations dues à des causes intrinsèques aux marchandises s'annuleront ; seules subsisteront les variations dues à des causes monétaires.

C'est là le principe général sur le quel repose le calcul des *index-numbers*. On choisit le plus grand nombre de marchandises possible, et une époque déterminée, prise comme base, et par rapport à laquelle se feront les comparaisons. Le choix des marchandises et de la base est très délicat et le résultat peut être faussé si on ne tient pas suffisamment compte de certaines considérations théoriques sur lesquelles on nous permettra de ne pas insister.

Le plus usité de tous les systèmes employés est le suivant : Le prix de chaque marchandise, à la période de base, est pris égal à 100 ; la moyenne sera donc aussi égale à 100.

Puis, à différents intervalles de temps, on calcule le prix des mêmes marchandises en pourcentage du prix à la période de base. La moyenne de ces pourcentages sera l'*index-number* des prix à la date considérée.

Il y a différentes variantes de ce procédé qui arrivent, directement ou indirectement à donner un coefficient d'importance à telle ou telle marchandise. On en trouvera la description détaillée dans les ouvrages spéciaux (1).

Il convient de remarquer, cependant, que malgré la

(1) *Walsh. The Measure of value. New-York.*

diversité des systèmes adoptés pour calculer les *index-numbers*, les résultats auxquels ils aboutissent ne sont pas sensiblement différents. Ainsi, lorsqu'avant la guerre, la plupart des pays étaient au régime de l'étalon-or et que, par conséquent, les *index numbers* représentaient la mesure d'une même monnaie, les résultats fournis par les calculs, basés sur des systèmes différents, en Angleterre, en Allemagne, en France, aux Etats-Unis, étaient partout les mêmes.

Ainsi, à ne considérer que la période postérieure à 1870, on assiste à partir de 1873, à une baisse des prix qui dure jusqu'en 1896, et à partir de cette date, à une hausse des prix, entrecoupée de courtes réactions vers la baisse. La hausse annuelle moyenne était de près de 2 0/0, avant la guerre.

Il n'y a rien que de très normal dans ce parallélisme entre les mouvements des prix dans les différents pays se servant du même étalon et en communication commerciale constante. En effet, dans ces conditions, une marchandise quelconque, et *a fortiori* l'or, dont la mobilité est extrême, ne peut varier de prix considérablement d'un endroit à un autre — abstraction faite des frais de transport et autres frais connexes — sans qu'il s'ensuive un mouvement de la marchandise vers le pays qui constitue le marché le plus avantageux. L'or avait, pratiquement, partout la même valeur non seulement parce que le mouvement d'entrée et de sortie était libre dans les divers pays, mais aussi parce que le mouvement des autres marchandises l'était autant. Il en est si bien ainsi qu'on ne saurait dire *a priori*, si c'est l'or qui, ayant partout la même valeur fait que les marchandises se trouvent dans le même cas, ou

si c'est le contraire qui a lieu. Cela tient tout simplement à ce que la valeur de l'or est l'inverse du niveau général des prix.

La guerre a changé tout cela. Tout d'abord, les relations commerciales entre les divers pays devinrent précaires par suite de l'insécurité des routes ; puis on eut recours, pour défendre des tas d'intérêts, nationaux ou autres, à une série d'interdictions d'exportations ou d'importations de marchandises. Enfin, l'or fut considéré comme tabou, et il fut défendu d'y toucher. Seules, les banques d'émission pouvaient s'en servir et encore n'usèrent-elles de cette faculté que très timidement. Les systèmes monétaires des différents pays, grâce à cette immobilisation de l'or, d'une part, à la déclaration des cours forcés de l'autre, devinrent indépendants les uns des autres. Les prix dans les divers pays obéirent à des circonstances locales et non plus mondiales en entendant par là aussi bien les causes monétaires des fluctuations que les causes dues aux conditions réglant la production.

Il se produisit, sur une grande échelle, inconnue jusque-là, le même phénomène qu'aux Etats-Unis, au moment de la guerre de Sécession. La courbe des prix américains qui, avant comme après la période de papier monnaie, est parallèle dans sa marche aux courbes des prix dans les autres pays, se meut alors indépendamment et subit des fluctuations qui lui sont propres. Si, cependant, au lieu de prendre les prix-papier, on calcule les prix-or, d'après les prix-papier et la prime sur le métal, on obtient une courbe dont le tracé est sensiblement parallèle aux tracés des courbes des autres pays. C'est qu'il y avait en Amérique alors, un,

même plusieurs marchés libres de l'or et les mouvements du métal n'étaient nullement gênés. Il n'en est plus ainsi actuellement.

Le résultat de l'inflation locale est très visible sur notre graphique V. On remarquera le chevauchement des courbes l'une sur l'autre dans les derniers mois de 1914 ; puis jusqu'au milieu de 1916, les mouvements des prix dans les trois pays sont parallèles ; enfin, à partir de 1917, les prix français se séparent nettement des courbes des prix en Angleterre et aux Etats-Unis. Ces deux dernières restent cependant parallèles, mais le niveau des prix en Angleterre est beaucoup plus élevé qu'en Amérique.

Nous regrettons de n'avoir pu placer sur notre graphique, les courbes des prix dans les autres pays. Nous donnons, cependant, dans le tableau suivant, les indices des prix de différents pays (1), (page 328).

Mais voyons d'un peu plus près les relations entre les cours du change et les prix en Angleterre.

Dans le tableau de la page 329, nous avons essayé de calculer les prix-papier en Angleterre, d'après l'*index-number* américain et le change sur New-York, d'une part et la moyenne des changes neutres d'autre part. Nous avons comparé les résultats avec l'indice de l'*Economist*. Nous ne cachons pas que les résultats ainsi obtenus sont sujets à caution, parce que les prix américains sont loin de représenter les prix neutres. Il aurait fallu prendre la moyenne des indices des prix dans les pays neutres choisis.

(1) *Bulletin de la Statistique Générale de la France.*

Années	France (Marché)	Angleterre (B. of T.)	Suède	Italie	Union Sud-Africain	Inde	Japon	Canada	Etats-Unis (Labor)	Australie
Juillet 1914. . .	100	— ⁽¹⁾	— ⁽¹⁾	100	100 ⁽²⁾	100	100	100	100	100
» 1915. . .	143	124	116	142	111 ⁽²⁾	112	100	112	101	164
» 1916. . .	188	160	145	210	123 ⁽²⁾	125	117	134	120	133
» 1917. . .	273	209	185	331	147 ⁽²⁾	142	166	185	187	148
» 1918. . .	344	—	—	467	—	178	204	211	198	170
Décembre 1918. .	360	258	372	421	180 ⁽²⁾	188	225	214	207	172
Juillet 1919. . .	356	242	320	395	184	—	260	218	219	176
Décembre 1919. .	432	297	317	498	—	—	303	240	238	197
Mars 1920 . . .	566	322	354	674	—	—	386	262	266	209
Juin 1920 . . .	503	—	—	668	—	—	—	—	—	—

⁽¹⁾ Base 100, Année 1913.

⁽²⁾ Indices du mois de Janvier.

Voici le tableau tel quel :

Moyenne	Dep. of Labor Juillet 1914 = 100	Change New-York ⁽¹⁾	Indice théorique	Changes neutres ⁽²⁾	Indice théorique	Economist
Août-Décembre 1914	100.3	101.8	—	101.5	—	106.3
Janv.-Décembre 1915	100.75	97.9	102.9	98.7	102.0	128.3
— 1916	123.6	97.8	—	94.5	130.7	168.8
— 1917	175.7	97.8	—	86.5	203.4	223.4
— 1918	196.1	97.8	—	81.7	240.0	236.7
— 1919	214.1	90.6	236.8	91.8	233.5	247.5
Janvier-Mai 1920	257.4	76.2	337.7	84.5	304.6	318.2

(1) Le pair est pris égal à 100. Moyenne des moyennes mensuelles des cours journaliers.

(2) Les places neutres choisies sont : Berne, Madrid, Stockholm et Amsterdam. Les moyennes sont calculées d'après les cours de fin de mois.

Il faut renoncer à se servir du cours du change du sterling sur New-York pendant la période du contrôle, c'est-à-dire pendant la plus grande partie de l'époque que nous considérons. En outre, la période allant d'août à décembre 1914, marque la transition de l'état de paix à l'état de guerre ; les conditions sont trop différentes de pays à pays pour qu'une comparaison quelconque puisse offrir quelques garanties.

Restent l'année 1919 et les cinq premiers mois de 1920.

L'indice théorique obtenu pour 1919 est 236.8, alors que l'indice de l'*Economist* est 247.5 une différence de 11 points en moins.

L'inflation réelle anglaise est plus grande que celle que montrerait les cours du change. Ce résultat, surprenant à première vue s'explique très bien par le fait

que la suppression du contrôle n'a eu lieu qu'en mars, et que, même alors, les changes n'atteignirent pas de suite leurs niveaux normaux. Pour les cinq premiers mois de l'année 1920, c'est le contraire qui se produit : l'indice théorique donne 337.7, et l'indice de l'*Economist* 318.2, une différence de 19.5 points en plus ; l'inflation théorique est moindre que l'inflation réelle ou si l'on veut, les prix anglais sont moindres que les prix américains, situation favorable au commerce anglais, et qui se produit, en général, pendant les périodes de transition.

Si maintenant, nous considérons les indices théoriques calculés par les changes neutres, les différences sont bien plus grandes avant 1917, mais cela tient à ce que les prix neutres étaient plus élevés que les prix américains. La différence diminue en 1917 et change de signe en 1918 : c'est le moment de la plus grande dépréciation du dollar.

En 1919 et 1920, le résultat est faussé par le fait que les neutres sont au régime du cours forcé.

On peut arriver aux mêmes résultats en comparant directement les cours du change au rapport de l'inflation dans les deux pays. Lorsque l'un des deux pays est à l'étalon-or et que, pendant la période considérée, l'or a une valeur relativement stable, il suffit de comparer le cours du change avec l'indice des prix-papier. Les résultats obtenus par les graphiques de M. le Prof. *Mitchell* sont frappants. Il n'en est plus de même lorsque l'or lui-même est soumis à des fluctuations de valeurs qui lui sont propres. Ainsi, pendant les deux semestres de 1919 et le premier de 1920, les rapports de l'indice de l'*Economist* à l'indice du *Bureau of Labor* améri-

cain, sur la base juillet 1914 = 100, sont 112.8; 116.8; 123.4. Le dollar pendant la même période, valait par rapport à la livre, le pair étant pris égal à 100, 103.9; 115.3; 131.0. Le résultat est le même que celui obtenu par le tableau de la page 329.

VI

Il ne nous reste plus qu'à examiner les relations qu'il pourrait y avoir entre la hausse des prix ou plutôt le rapport des niveaux généraux des prix, le change et la quantité de monnaie en circulation. Si l'on examine le graphique IV, sur lequel ont été portées ces courbes de la circulation totale, de billets de banque et de *currency-notes*, l'index-number de l'*Economist*, les cours du change sur New-York et sur quelques autres places on sera, somme toute, frappé des divergences qu'il y a entre les mouvements de ces courbes.

Avant de faire cet examen, nous donnerons dans le tableau suivant des moyennes qui rendront les comparaisons plus faciles. Les chiffres à partir de la deuxième colonne, correspondent à l'augmentation (+) ou à la diminution (—) par rapport à l'année précédente.

	Circulation totale millions £	% circulation	Prix	Changes N. y.	Changes neutres
Août-Déc. 1914 .	66.2	—	—	—	—
Année 1915 . .	91.0	+ 37.4	+ 20.7	— 3.9	— 2.8
» 1916 . . .	156.0	+ 74.3	+ 31.0	— 0.2	— 4.3
» 1917 . . .	208.7	+ 32	+ 32.1	—	— 8.5
» 1918 . . .	314.7	+ 50.8	+ 6.0	—	— 5.6
» 1919 . . .	413.2	+ 31.4	+ 4.5	— 7.4	+ 12.3
» 1920 . . .	452.2	+ 9.4	+ 12.0	— 16.6	— 11.6

Ces chiffres, nous l'avouons, sont un peu troublants. L'examen des courbes l'est autant. En ne considérant que l'allure générale de la courbe du change, nous verrons qu'elle baisse sans arrêt jusqu'en juillet 1918. Une flexion caractéristique a lieu alors. A ce mouvement ne correspond rien dans la courbe de la circulation qui continue sa marche ascendante. Enfin, à partir de juin 1919, les changes commencent à se déprécier jusqu'à la fin de février 1920, sans que l'on puisse expliquer ce mouvement par un changement quelconque de la circulation.

Au contraire, nous avons vu que les années 1919 et 1920 sont caractérisées par une moins grande augmentation de la circulation que les années précédentes.

Est-ce à dire, donc, qu'on doive renoncer à trouver quelques relations entre la quantité de monnaie en circulation et le change. Nous ne le croyons pas. Nous n'hésitons pas à attribuer le mouvement de hausse des changes à partir de juillet 1918 à la spéculation attisée par les victoires des alliés qui rendaient certaine, désormais, la victoire finale. Ceci explique la rapidité même du mouvement, qui, en trois mois, améliora le cours de la livre de 20 0/0. Puis, pendant les sept mois suivants, le mouvement de hausse continue mais avec une certaine hésitation : la hausse n'a été pendant cette époque que de 2.5 0/0. Puis, comme si la spéculation avait mal calculé, et grâce à la baisse vertigineuse du change américain, qui s'ajuste à son niveau naturel, on assiste à une période de baisse qui dure huit mois.

Nous croyons que ces mouvements qui semblent venir démentir la théorie quantitative sont dus tout

simplement au contrôle du change américain. Il n'est pas douteux que les 20 0/0 de hausse de juillet à octobre 1918 ne soient dus à la spéculation. Cette hausse comme tous les mouvements spéculatifs, n'aurait pu se maintenir longtemps, s'il n'y avait derrière la croyance du public, des faits réels pour étayer et soutenir cette hausse. Dans le cas actuel c'est la stabilisation artificielle du change américain qui joue ce rôle. Il était évident qu'avec la fin de la guerre, et la reprise de la libre circulation de l'or et des marchandises, les niveaux atteints par le dollar depuis la guerre devaient disparaître. En outre les pays neutres dont nous considérons actuellement les changes sur Londres, étant loin de posséder l'étalon-or, et voulant s'approvisionner en Amérique devaient voir leur change se détériorer progressivement à partir de l'armistice. Aussi leurs changes commencèrent-ils à s'ajuster à la situation nouvelle. Mais ce qui est frappant, c'est que dès que ces changes atteignent leur niveau naturel par rapport au dollar — c'est-à-dire dès qu'ils furent cotés avec un escompte par rapport au dollar — la hausse de la livre en termes des monnaies de ces pays cessa et fit place à une baisse en sympathie avec la baisse de la livre par rapport au dollar.

En outre, la forte baisse de la livre en 1919, comparée à l'arrêt relatif dans la vitesse d'expansion de la circulation s'explique aussi par le fait que la livre, laissée à elle-même, cherchait à atteindre son cours normal commandé par les nécessités de la situation. Il est fort probable que sans le contrôle de la livre sur le marché américain, on n'aurait pas assisté à la hausse aussi prolongée de la livre suivie d'une baisse aussi rapide con-

trastant tous les deux de la sorte avec la marche de la circulation.

Depuis le commencement de l'année actuelle, il y eut après la chute qui prit fin en février une amélioration rapide qui s'arrêta en mai, puis après une courte période d'hésitation il y eut une baisse qui s'est continuée jusqu'à près de la fin de 1920. Mais aussi, ne t'oublions pas, depuis quelque temps, grâce aux efforts persévérants des autorités du *Federal Reserve Board* américain, il se produit une déflation considérable en Amérique qui commence, à donner des résultats. La déflation américaine va, de l'avis unanime des hommes de la Cité, avis dont les colonnes financières du *Times* se sont faites, à plusieurs reprises l'écho, plus rapidement que la déflation anglaise qui ne faisait que s'esquisser pendant une grande partie de cette période.

Passant maintenant à la courbe des prix, nous voyons que, jusqu'à la fin 1917, les deux courbes suivent sensiblement le même tracé. Rappelons simplement que la courbe de la circulation est construite à une échelle six fois plus petite. A partir de 1918, les deux courbes se dissocient, la circulation augmentant bien plus rapidement. Les prix continuent, cependant à augmenter jusqu'en novembre. Avec l'armistice, et l'ouverture des routes commerciales, il y eut une courte baisse des prix, coïncidant avec l'amélioration du change à la même époque. Mais à partir de mars, l'ascension reprend et cette fois très rapidement. Cette ascension accélérée, combinée avec le retard de l'expansion de la circulation depuis 1919, fait que les deux courbes se rapprochent de nouveau. L'ascension rapide de 1919 s'explique, d'abord, par la hausse mondiale des prix qui

caractérise cette année et le début de 1920. Cela est très visible en Amérique où l'index du *Bureau of Labor* a passé de 203 à 238 et atteint en Avril 1920, 272. Les prix américains ont augmenté deux fois plus rapidement en 1919 que l'année précédente. Il n'était que naturel dans ces conditions que les prix anglais (et cela est aussi vrai des prix pour les autres pays) aillent en augmentant rapidement.

Enfin il est à remarquer que dans ces derniers mois, la dépréciation du change s'accompagne par une baisse des prix et que la baisse des prix en Angleterre a précédé la baisse des prix en Amérique.

Il convient maintenant de dégager en quelques lignes les enseignements que nous avons pu tirer de cet examen statistique.

Nous croyons que s'il ne nous a pas été permis, faute de renseignements précis, de prouver statistiquement la théorie quantitative, même sous sa forme la plus simple, du moins rien dans cet examen n'est venu l'infirmar. Les prix ont haussé, en général parallèlement au volume de la circulation, et les changes ont évolué, de la même façon quoique, en sens contraire. Les quelques divergences que nous avons eu à constater, nous croyons avoir réussi à les expliquer en tenant simplement compte de circonstances qui ne sont pas incompatible avec la théorie quantitative.

Les augmentations de la circulation, la hausse des prix, et la dépréciation du change n'ont pas lieu dans les mêmes proportions ce qui pourrait s'expliquer de différentes façons suivant qu'on admet telle forme ou telle autre de la théorie quantitative, sans même tenir compte de la baisse de la valeur de l'or depuis la guerre.

Ceux qui admettent la forme adoptée par MM. les prof. *Kemmerer* et *Fisher* chercheront à expliquer la différence des augmentations par le plus grand volume des transactions, pendant les époques où se produisent ces divergences. Ceux qui se basent uniquement sur la loi de l'offre et de la demande, diront simplement que rien ne prouve que la valeur de la monnaie doit être proportionnelle à sa quantité, mais comme le blé ou toutes autres marchandises, sa valeur peut subir une toute autre loi que celle de la proportionnalité par rapport à la quantité. L'exemple du blé est mal choisi, certes, car la demande de monnaie est très élastique alors que celle du blé ne l'est pas ; mais il n'est pas du tout prouvé qu'elle le soit au point de nécessiter une hausse des prix, ou ce qui revient au même une baisse de sa valeur, proportionnelle à la quantité offerte.

Enfin, la hausse des prix est quelquefois plus élevée que la baisse du change ; d'autres fois c'est le contraire qui a lieu.

Il n'est donc pas toujours vrai qu'il soit avantageux d'acheter dans un pays à monnaie dépréciée.

Il peut arriver et il arrive actuellement dans certains pays, que les prix se soient moins élevés que la baisse des monnaies nationales en monnaies étrangères et que les pays soient soumis à ce que les Allemands ont appelé l'*Entgüterung*, le drainage des biens de tout un pays, mais cette déviation des changes, suivant l'expression de M. le prof. *G. Cassel*, tient à des circonstances particulières et qui ne se produisent pas nécessairement.

Vu, le Doyen,
F. LARNAUDE.

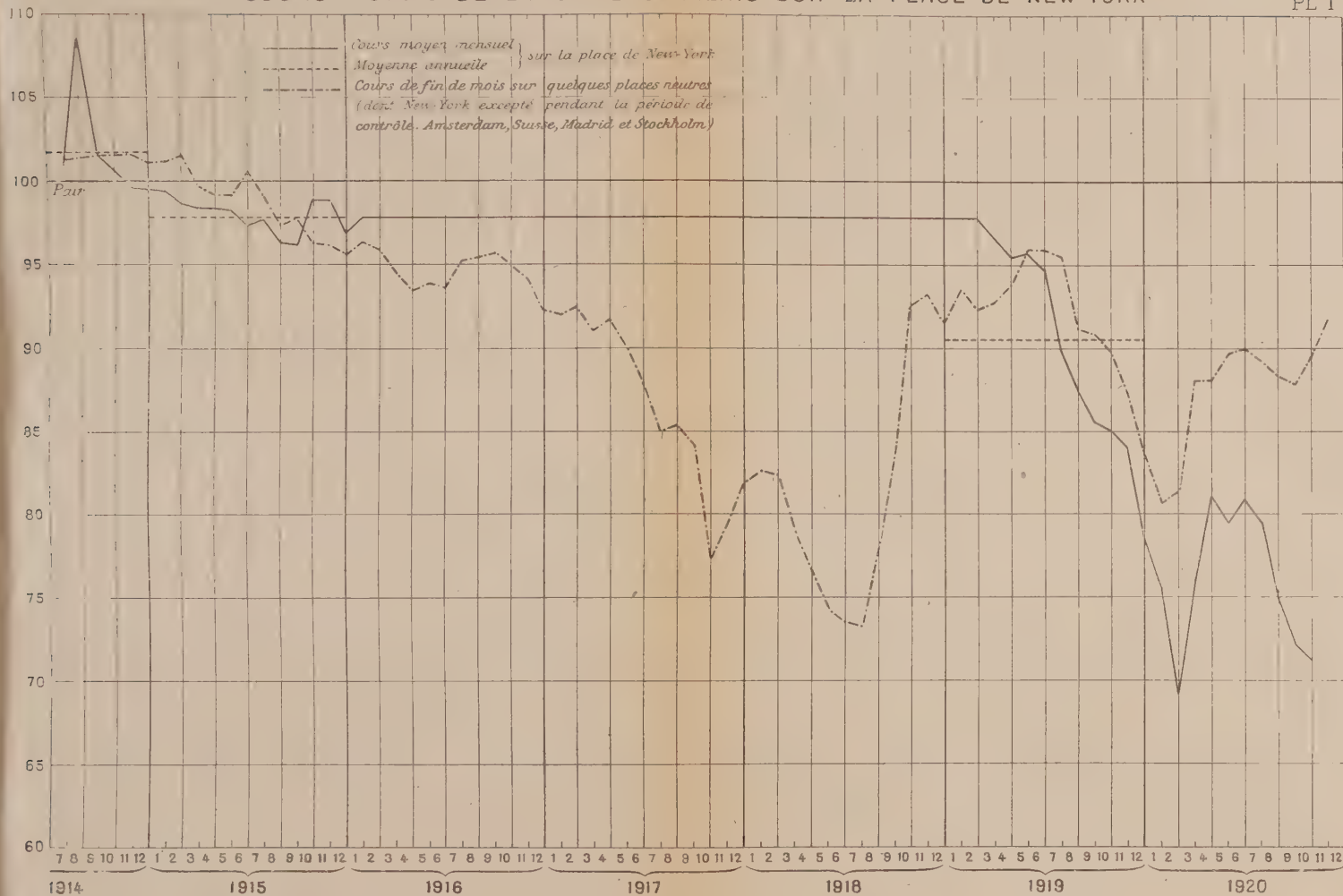
Vu, le Président,
Charles RIST.

Le 2 Novembre 1920.

Vu
et permis d'imprimer,
le Recteur de l'Académie de Paris,
P. APPEL.

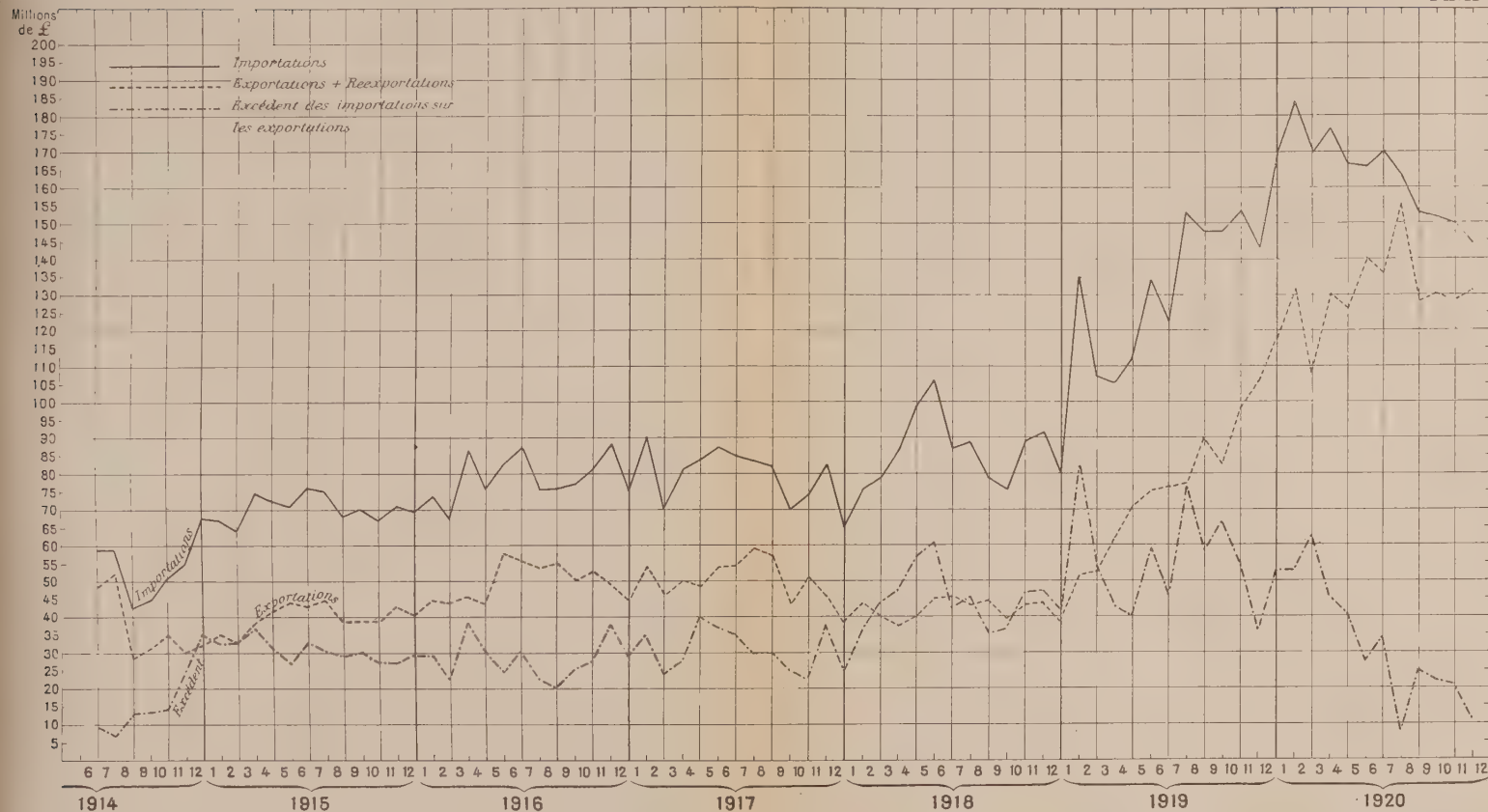
COURS MOYENS DE LA LIVRE STERLING SUR LA PLACE DE NEW-YORK

PL I



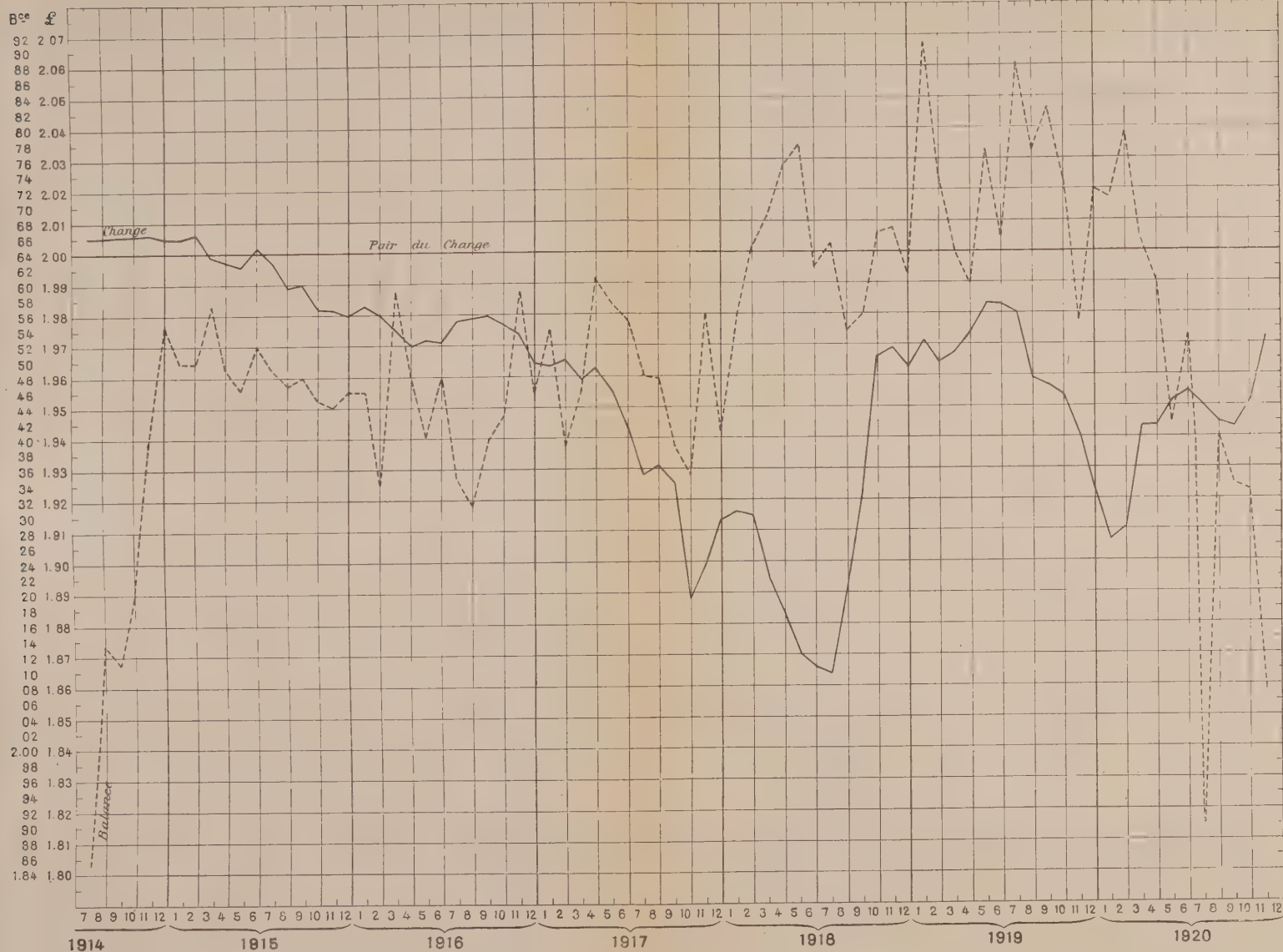
LE COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA GRANDE-BRETAGNE DEPUIS LA GUERRE

PL. II



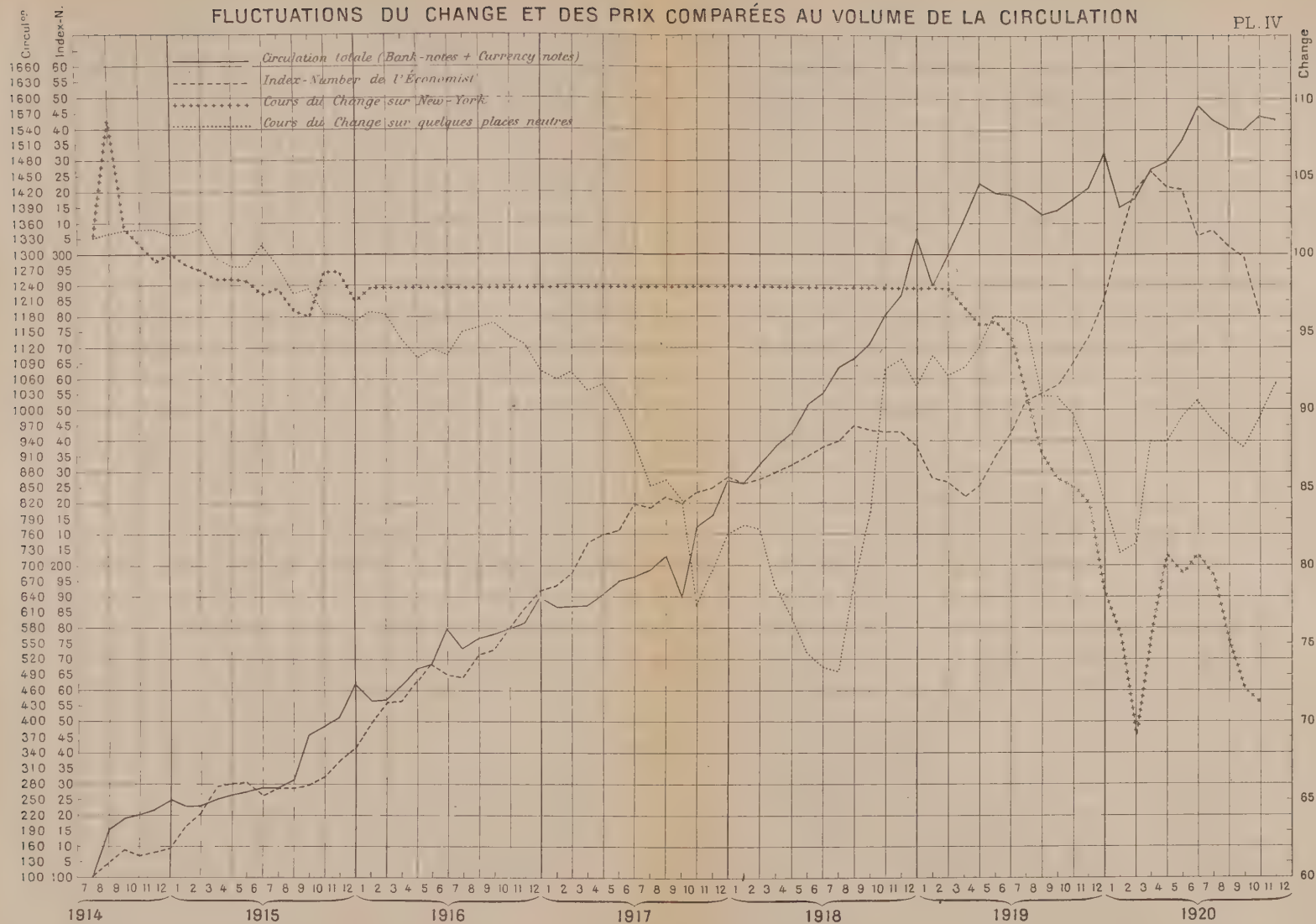
COURBES LOGARITHMIQUES DU CHANGE ET DE LA BALANCE COMMERCIALE DE L'ANGLETERRE

PL III



FLUCTUATIONS DU CHANGE ET DES PRIX COMPARÉES AU VOLUME DE LA CIRCULATION

PL. IV



PL.VII

(Cours câblés par l'IRVING NATIONAL BANK et reproduits par l'ECONOMIST de Londres)

LÉGENDE

- £ — Londres
- Paris
- Yokohama
- - - Suisse
- +++++ Espagne
- ==== Amsterdam
- Stockholm
- + + + + + Italie

The graph displays the following data series:

- London (£):** Represented by a solid line, showing a steady decline from approximately 100 in 1918 to around 70 in 1920.
- Paris:** Represented by a solid line, showing a sharp decline from approximately 125 in 1918 to around 30 in 1920.
- Yokohama:** Represented by a dashed line, showing a decline from approximately 105 in 1918 to around 80 in 1920.
- Suisse:** Represented by a dotted line, showing a decline from approximately 130 in 1918 to around 85 in 1920.
- Espagne:** Represented by a line with plus signs, showing a decline from approximately 105 in 1918 to around 75 in 1920.
- Amsterdam:** Represented by a line with equals signs, showing a decline from approximately 125 in 1918 to around 70 in 1920.
- Stockholm:** Represented by a line with dots, showing a decline from approximately 105 in 1918 to around 75 in 1920.
- Italie:** Represented by a line with asterisks, showing a sharp decline from approximately 130 in 1918 to around 20 in 1920.

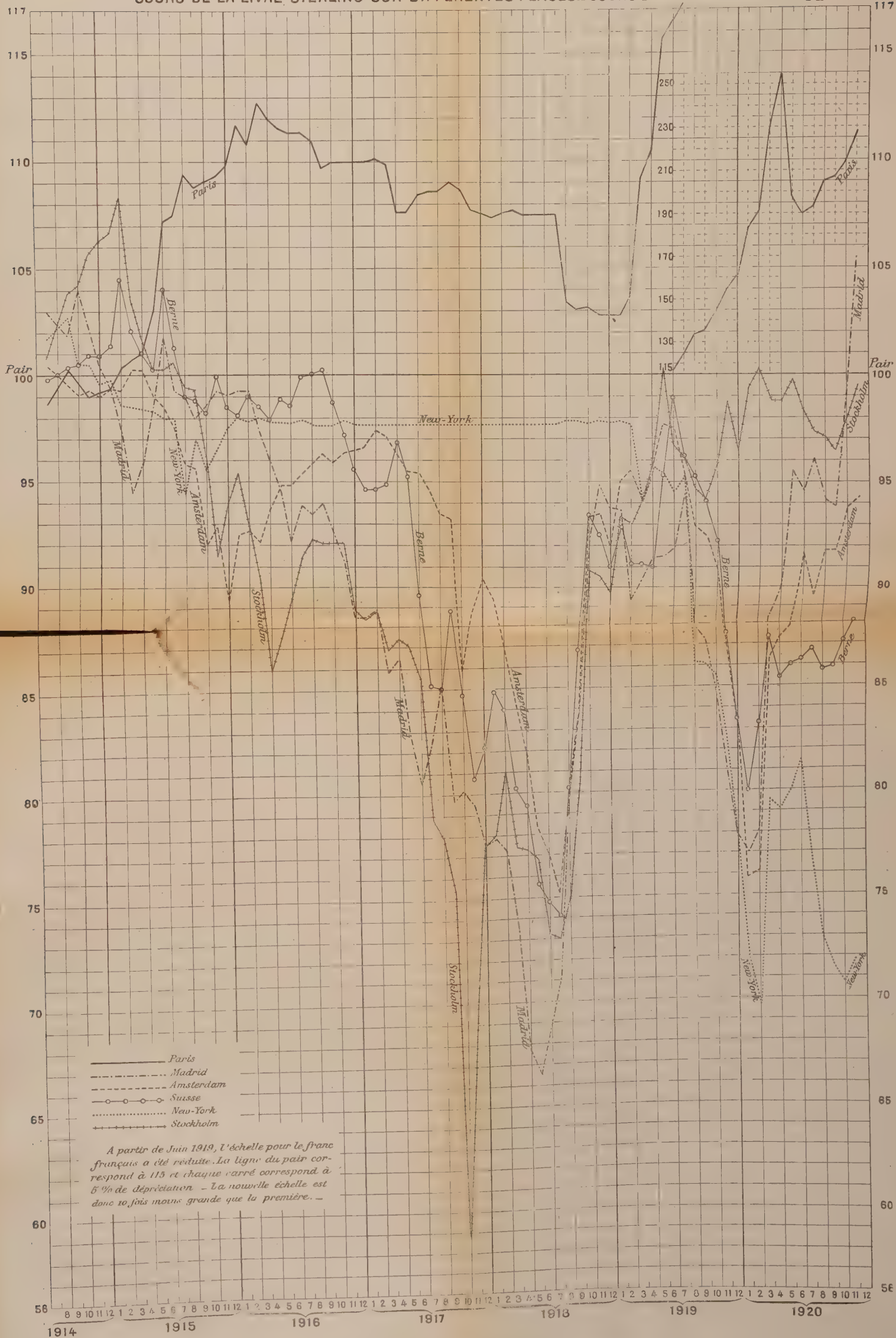


TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1

LIVRE I

Essai théorique sur le change et la valeur du papier-monnaie

CHAPITRE PREMIER. — Le change et la balance des comptes.	11
CHAPITRE II. — L'étalon international des valeurs et les causes des fluctuations du change	30
CHAPITRE III. — La valeur du papier-monnaie. Les explications antiquantitatives	58
CHAPITRE IV. — La valeur du papier-monnaie et la théorie quantitative	87

LIVRE II

Le marché monétaire anglais et la crise du début de la guerre

CHAPITRE PREMIER. — Le fonctionnement du marché monétaire en temps normal	125
CHAPITRE II. — La crise du début de la guerre	150

LIVRE III

La politique régulatrice du change

	Pages
CHAPITRE PREMIER. — Vers la stabilisation du change . .	189
CHAPITRE II. — De la stabilisation à l'entrée en guerre des Etats-Unis	202
CHAPITRE III. — De l'entrée en guerre des Etats-Unis à la levée du contrôle du marché des changes	224
CHAPITRE IV. — Les changes depuis le retrait des interven- tions régulatrices.	247

LIVRE IV

Etude statistique de l'inflation et du change

CHAPITRE PREMIER. — Le change, la balance des comptes et la balance commerciale	257
CHAPITRE II. — L'inflation monétaire, la hausse des prix et le change	285

